

PERSPECTIVAS

「飛行員的駕駛聲譽來自於暴風雨的淬鍊」

– 愛比克泰德

2019 年 1 月至 2 月 | 第 14 期

2019 年展望

投資及保險產品：無 FDIC 保險 • 非銀行存款 • 無任何聯邦政府機構保險 • 無銀行擔保 • 可能喪失價值

編輯前言

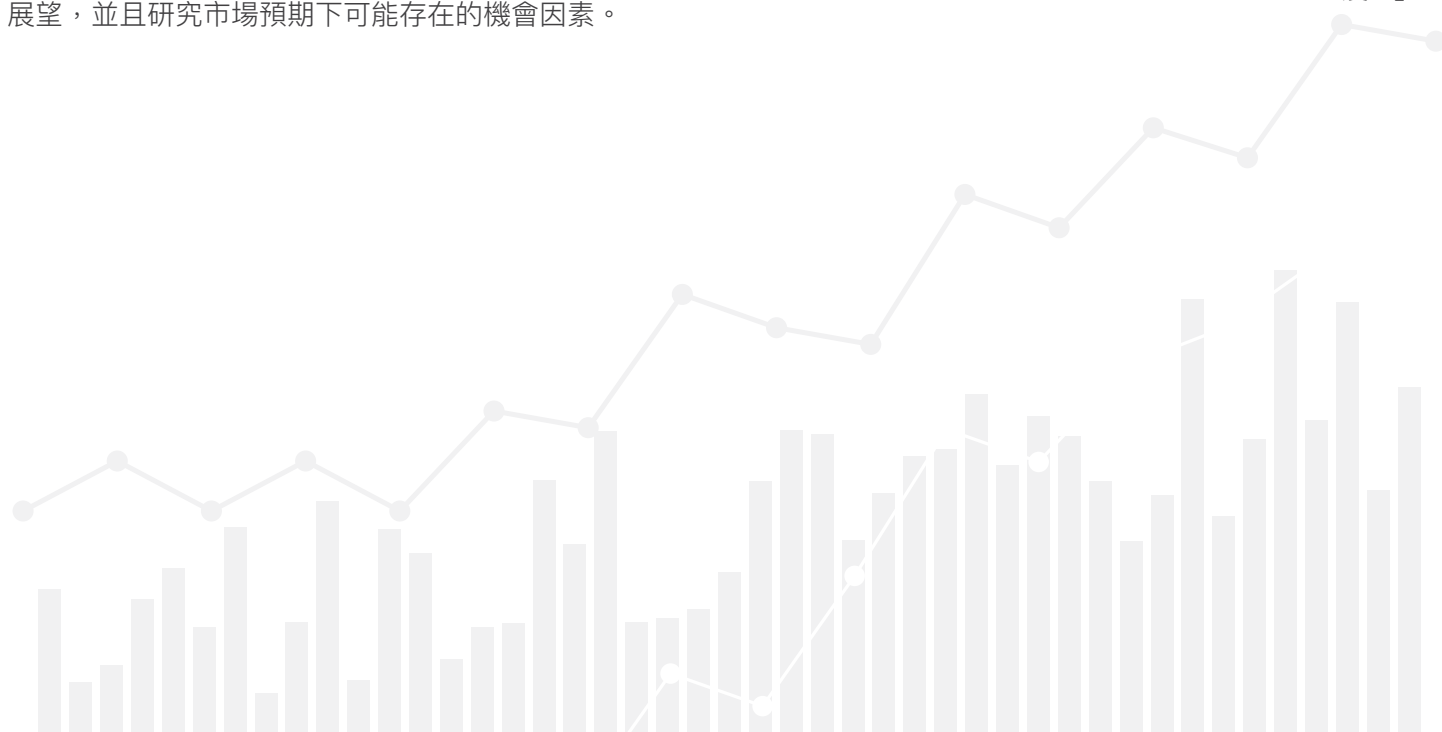
毫無疑問，2018 年市場嘗盡全球貿易中斷帶來的焦慮、美國聯邦緊縮的恐懼，以及全球各地不確性的政治困境。在美國國內，貿易戰引發的激烈言論令人擔憂，並對全球經濟增長發生潛在影響，即使企業獲利創新高也因此蒙上一層陰影。「寬鬆貨幣」結束加上利率調高也助長市場波動。在拉丁美洲，哥倫比亞、墨西哥、巴西等總統大選凸顯出重要的政治挑戰。歐洲的難民危機及經濟停滯造成義大利民粹勢力崛起。法國過去一年也經歷了雲霄飛車般的動蕩不安，最後更以抗議馬克宏總統改革的街頭示威結束。在英國，英國脫歐持續成為世界焦點；至今仍然無法歸納出可能的結果。在亞洲，擔憂中國增長放緩左右市場動態；而其下半年的數據顯示某些擔憂已成事實。

有鑑於 2018 年陷入混亂失序的困境中，Citi Private Bank 特別在「2019 年展望」報告（本期刊物內容多半來自此份報告）中，為我們指引邁向 2019 年市場的重要「指標」。全球貿易發展將成為今年最值得關注的重要焦點。貿易被視為企業獲利的關鍵因素，並且也被認為會影響中國及亞洲市場增長 – 這正是 2019 年第二個需關注的事項。即使如此，我們仍然預期全球經濟將持續擴張，「預期在 2019 年年底時，全球股市及固定收益的回報率仍將維持目前的溫和增長。」在本期刊物中，我們將深入了解不同地區（有時是國家）市場以提出今年的展望，並且研究市場預期下可能存在的機會因素。

雖然市場衰退風險要到 2020 年才會逐漸顯現，但我們必須立即採取行動才能保住過去從牛市榮景賺取的部分收益。景氣循環末升段（late-cycle）投資所帶來的突發性波動預期將持續，但是我們不建議擇時投資。相反地，我們建議投資人仍繼續佈局全球的投資，並且採取選擇高品質資產的更保守策略。此種方式除了可創造價值並且參與仍在攀升的市場外，同時還可限制連續虧損的風險。「2019 展望」報告最後提出四個長期投資主題，我們將在本期《Perspectivas》中深入探討。除了閱讀這些內容外，我們仍然建議您經常尋求專家的意見。我們這裡是要協助您因應市場波動，指引您維護自己的資產。 • Grethel Alfonso

在目前的市場循環階段中，我們建議完全專注於投資組合的品質及更為保守的資產配置。

– Citi Private Bank 「2019 展望」



本期 內容

2019 年展望

Citi 對未來一年重要金融議題的綜合觀點

01 資產配置的重要性

03 貿易

05 央行

07 經濟衰退

08 黃金

09 區域展望

09 美國、美元及投資美國

11 中國及投資亞洲

13 英國及英國脫歐

15 義大利、德國、法國、歐元及投資歐洲

17 俄羅斯及石油

19 巴西

20 墨西哥

21 阿根廷及投資拉丁美洲

23 長期投資主題

本文中表達的看法與觀點為出版當時 Citi 的看法與觀點；會因情況而有變動，恕不另行通知。

圖表及圖片僅供說明用途。所有預測旨在表達意見，會因情況而有變動，恕不另行通知；且不應作為未來事件之保證。請參閱本文末尾的專用語和披露規定章節等重要資訊。

資產配置的重要性

現今無數的投資選項似乎讓部分投資人感到茫然不知所措，因為不知哪一項才可達成其理財目標。關鍵可能是少著重挑選某些特定股票，而更強調有效分散投資於不同類別資產，也就是資產配置的概念。

資產配置是建立在透過平衡以降低風險的原則上，藉由將資金分散至不同投資類別來達到目的。廣泛的實證學術研究結果顯示，90% 以上的充分多元化投資組合報酬差異性是來自於投資組合的預設資產配置¹。對於任何正在建立投資組合的投資人而言，特定的投資項目選擇應退居第二位，因為一般而言，資產配置才是成功投資的主要決定因素。

找出正確的配置必須了解每個人的特定風險承受能力、需求及期望。由於每位投資人的需求皆不同，因此沒有標準公式可找出每個人的適當分佈。

投資策略應從設定目標開始，其中包括合理的預期風險及報酬率。因此，對於控制與每個資產類別相關的風險，資產配

置有著舉足輕重的作用。最後，投資結果可能並非在於您能獲利多少，而是您可避免多少損失。長期而言，這種策略已經證明更有成效，因為您躲過了巨大損失，才有希望賺得更多利潤。

請謹記以下列幾項基本投資原則作為一般架構：債券是用來保本，而股票則通常是為了資本增值；最重要的是，長期而言，您無法永遠有高於市場表現的績效。

身為投資人，您應該避免「預測時機」投資，因為訣竅即在於廣泛接觸到所有的投資類別。不要想嘗試藉由個別或特定的「賭注」來勝過市場，而採用市場投資組合方式，才可提供與類似市場一致性的報酬率；長期下來，這類投資才可產生股票市場幾十年能提供的財富。

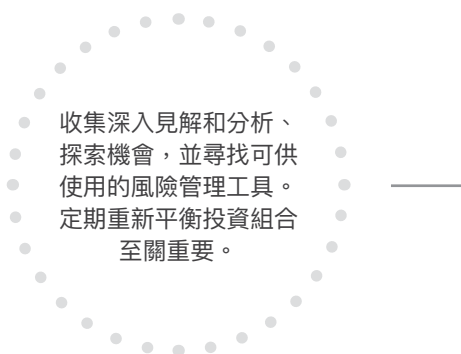
做出睿智的投資決定，其實無關精準的預測，而是適當的資產配置、風險掌控及降低成本。 • Felipe Restrepo

研究顯示，任何投資人所做的最重要決定之一就是資產配置的決定²。

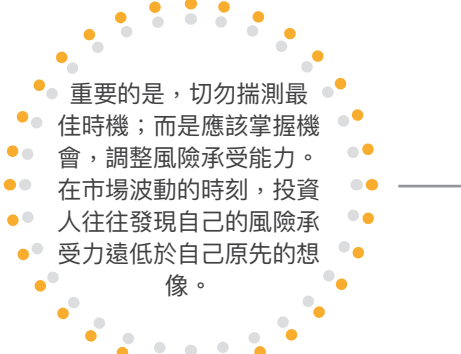
立即行動

請洽詢您的理財專業人員並且尋求我們的指導。我們可協助您：

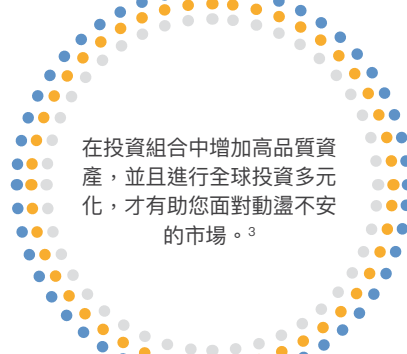
評估您的投資組合



調整您的風險承受能力



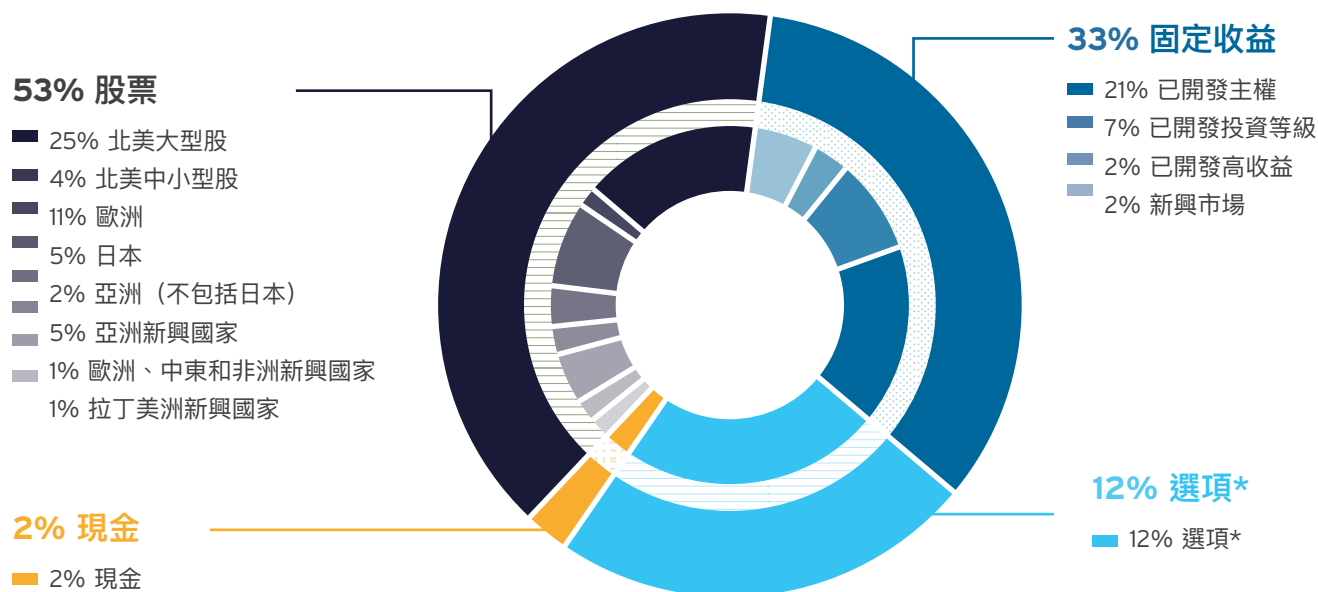
投資組合保值



¹ Brinson, 1986; Ibbotson and Kaplan, 2000 ² see Davis et al., 2007 ³ Hood, 2005. ² Citi Private Bank "Outlook 2019". 資料來源：Citi Research、Citi Private Bank。 ³ 過去的績效不代表將來的結果。資產配置不能保證一定能獲利，也不能保證可避免損失。

1 | 多樣化不能保證利潤或防止投資組合的損失。請參閱本文末尾的專用語和披露規定章節等重要資訊。

下圖代表第 3 中度等級投資組合的策略性資產配置。



	最保守	保守-穩健	穩健	穩健-積極	最積極
	適用於尋求資本保值和相對安全而非投資回報潛力的投資人。	適合尋求入息收入與資本保值的投資人。	適合尋求在提供入息收入及更高潛在回報投資間取得平衡的雙重目標的投資人。	適用於尋求長期資本成長，且可接受中度風險與市值波動的投資人。	適合尋求最大的長期資本成長但有較高風險且市值會波動的投資人。
	第 1 級	第 2 級	第 3 級	第 4 級	第 5 級
現金	6%	4%	2%	0%	0%
固定收益	94%	63%	33%	16%	0%
股票	0%	26%	53%	70%	86%
選項*	0%	8%	12%	14%	14%

此種模式的投資組合配置是遵循 Citi Private Bank 的適應性估值策略（Adaptive Valuations Strategy，簡稱 AVD）方法。資料來源：Global Strategy Quadrant (Sept 2018)。

*其他投資項目包括對沖基金、私募股權和房地產等。資產配置不能保證一定能獲利，也不能保證可避免損失。圖表及圖片僅供說明用途。請參閱本文末尾的專用語和披露規定章節等重要資訊。

貿易

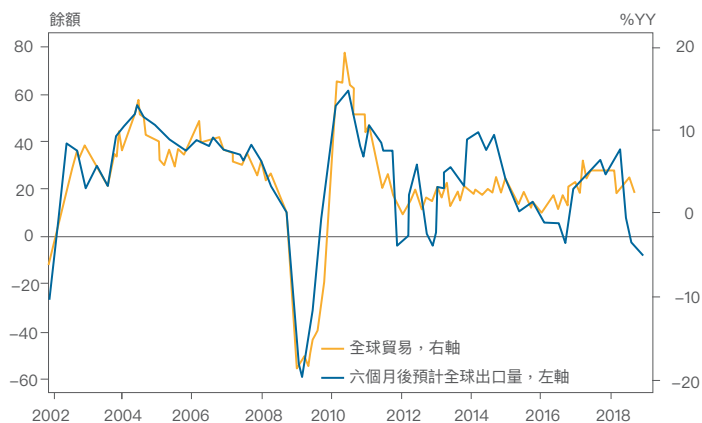
2018 年美國進行有史以來最大規模的企業減稅，因此稱之為「減稅年」。同樣地，2019 年也稱為「貿易戰年」。在末期經濟循環力道的背景下，貿易戰可能對全球增長及通膨造成影響，勢必比其他任何議題更會為 2019 年前景蒙上陰影。

中美貿易

美國採取的是「圍堵中國」的策略。其中包括降低與中國的貿易逆差（要求中國購買更多美國產品），並且確保美國公司的智慧財產得到保護。隨著關稅的不確定性延伸至 2019 年，市場波動的可能性仍然偏高。「我們認為[這個不確定性]已經對貿易（因為引進進口）與投資計劃造成影響。」圖 1。雖然我們基本預期是美國將在三月時對 \$2000 億中國產品徵收 25% 關稅，但並非所有類股都會遭遇到相同的影響。如果貿易衝突升高，科技股可能會受害最深，之後是零售及消費性產品。同樣地，這項關稅並非對所有經濟體都造成同樣的不利影響。圖 2。

圖 1.

截至 2019 年年中為止的全球商品交易量 (%YY) 及預期全球出口量



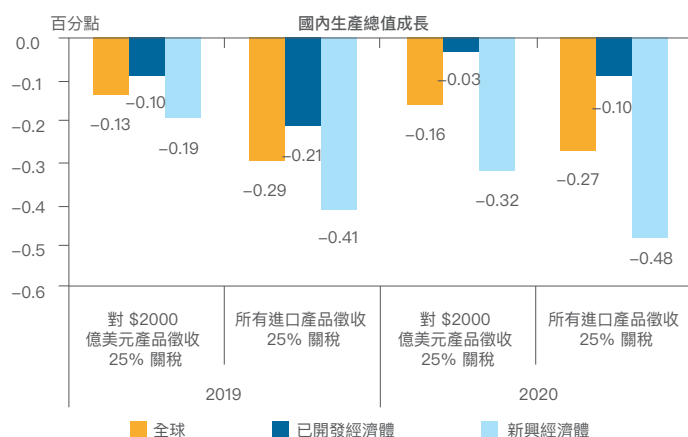
資料來源：Citi Private Bank、ifo Survey and Citi Research

¹ South China Morning Post "US-China trade war". ² Global Economic Outlook & Strategy "Prospects for 2019". 資料來源：Citi Private Bank "Outlook 2019", Citi Research's Global Economics View "Trade Policy 2019 Outlook", Politico, Reuters, Business Insider. 資產配置不能保證一定

3 | 能獲利，也不能保證可避免損失。多樣化不能保證利潤或防止投資組合的損失。請參閱本文末尾的專用語和披露規定章節等重要資訊。

圖 2.

中美貿易摩擦的影響預估



註：從不同貿易摩擦情境的自下而上預估
資料來源：Citi Research

國際貨幣基金組織預估，如果美國對所有中國進口產品提高關稅，則 2019 年中國 GDP 規模將較原來的預估減少 1.6%。

同樣，我們對中美貿易戰影響的預估為，2019 年全球 GDP 成長將減少 0.2 個百分點 (pp)；2020 年減少 0.4 個百分點；2021 年將達到高峰的 0.5 個百分點，且新興市場的經濟將會遭受到最嚴重的衝擊。

其他貿易衝突

或許更平心而論，我們可能看到「志同道合的經濟體」（例如美國、歐盟、日本）將聯手合作，以及全球各地新組織部署的時機。然而，如果美國對歐盟及其他貿易夥伴進口的所有汽車及汽車零件徵收 25% 關稅，風險勢必升高。雖然美歐之間的談判似乎已塵埃落定，但歐盟官員表示，萬一雙方增加貿易的協議未落實，他們也已準備好「對美國進行反擊」。

• Grethel Alfonso

一方面而言，更自由的貿易可降低張力，並且延續目前的全球成長。但另一方面，隨著全球貿易放緩，我們可能會看到更大的負面衝擊。在這些可能的狀況之下，我們的看法是投資人應為這兩種情況準備對應的投資組合。

- Citi Private Bank 「2019 展望」

需觀察的產業

晶片與半導體

基於半導體的製造商多半在亞洲，因此這個產業的營收將特別會受到貿易限制及關稅的影響。隨著美國政府持續調查中國不公平的商業行為，晶片及半導體公司將因為貿易限制措施而喪失新舊客戶。此外，關稅已使市場需求降低；2018 年許多公司營利預期更新中已反映出這個情況。即使如此，Citi「認為半導體股[已經築底]...並且建議投資人對於已降低[其]預測的體質優異的公司可作優先考慮。」 • Hector Rojas

央行

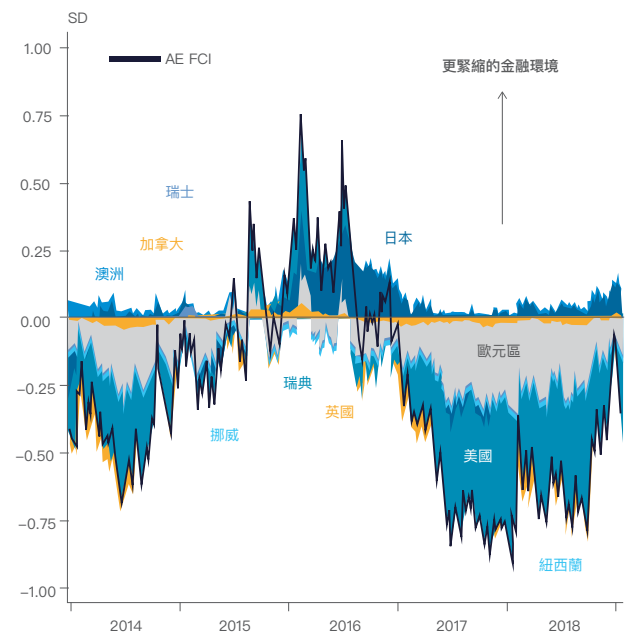
“十大工業國（G10）的央行中，有一半已經展開加息週期。越來越多的央行加入升息週期，勢必對於市場動態增加連帶影響。”

— Citi Research 全球經濟觀察，央行量化寬鬆

央行的貨幣政策仍屬寬鬆。因此，我們預期將不會出現「稍微緊縮」的情況（如圖 3 所示），因此 2019 年的成長將不致受到影響。但是，隨著更多央行朝向正常化發展，這將是今年一整年的關注焦點。

圖 3.

G10 國家的緊縮金融環境



註：較低的波動（低價值）表示金融環境正在逐漸放寬中。較高的高峰（正值）表示金融環境較 2004 年至 2017 年的平均值更為緊縮。

資料來源：National Statistical Offices, Macrobond, Bloomberg and Citi Research.

資料來源：Citi Research's Global Economics View "Central Bank QE", European Central Bank, Citi Private Bank "Outlook 2019".

圖表及圖片僅供說明用途。資產配置不能保證一定能獲利，也不能保證可避免損失。所有預測旨在表達意見，會因情況而有變動，恕不另行
5 | 知；且不應作為未來事件之保證。請參閱本文末尾的專用語和披露規定章節等重要資訊。

美國聯準會 (FED)

聯準會預期在 2019 全年維持其溫和的貨幣政策立場。我們的分析師預測今年可能會調高利率兩次，分別在三月及六月，最後以達到 3% 為目標。然而，由於公佈的通膨數據與勞動力狀況漲跌互相抵消（通膨意外下跌而勞動力狀況仍然強勁），調高利率時機已經變得不明確。在資產負債表方面，我們預期縮減將持續至 2020 年第一季為止。在此之後，聯準會將淨增加美國國債，同時仍然讓抵押貸款到期。

歐洲央行 (ECB)

ECB 資產購買計劃 (APP) 已經於 2018 年 12 月結束。央行預計將不再增加其累積購買淨額，但繼續將現有到期債券的本金還款再投資。整體而言，ECB 最大的資產負債表將在可見的未來維持現況。在政策利率方面，我們預期 ECB 將於 2019 年年底時開始進行正常化週期。當然，這種看法將取決於核心通膨數據是否朝向 ECB 的 2% 目標邁進。

日本央行 (BOJ)

在邁向「維持溫和的經濟擴張」目標之際同時也達到 2% 通膨率的穩定物價目標的情況下，日本央行 (BoJ) 堅守其繼續寬鬆政策的承諾。事實上，BoJ 是唯一預期會在 2019 年持續其購買淨額的發達經濟體央行。然而，我們預期 BoJ 將在 2020 年某個時間調整政策，但實際情形取決於全球經濟情況。如果全球情況惡化，日本央行將被迫延後展開正常化週期。 • Grethel Alfonso

貨幣緊縮政策對於投資組合有什麼影響？

Citi 表示「央行緊縮貨幣政策對經濟增長和通脹的影響，主要取決於金融市場的反應。」聯準會及 ECB 採取降低刺激方案及調高利率的措施，無疑讓人擔心不久即將出現經濟低迷的可能性。在可怕的經濟低迷成真以前，投資人必須著重提高優質的投資組合，並且考慮採取更保守的資產配置方法。

經濟衰退

目前的經濟擴張即將創下最大規模記錄，大家開始關注下一次的經濟衰退會在何時出現。雖然經濟衰退被視為是廣義經濟循環一部分，但是對於其形成原因則莫衷一是。一般而言，最準確的訊號之一是殖利曲線形狀。

殖利曲線敘述在不同的時間點上，不同到期日的政府公債殖利率。在多數的情況下，曲線為向上傾斜，顯示長期利率高於短期利率，以補償投資人長期持有所承擔的風險。這條曲線的前端會大幅受到貨幣政策的影響。

隨著聯儲會上調聯邦基金目標利率的情況下，短期國債殖利率也隨之推動上揚。另一方面，根據通膨預期，投資者可能被迫長期投資或撤資。投資者倉位和貨幣政策的綜合效應會影響殖利曲線的形狀和行為。

美國經濟自 1976 年以來已經歷了五次衰退，每次的性質及時間長短皆不同。姑且不論其原因為何，每次衰退以前都會出現反轉殖利率曲線（如圖 4 所示）。這就是投資人為何非常關注此一指標。

雖然美國成長前景絲毫不見放緩跡象，然而華爾街最大的隱憂是這個榮景何時逆轉。Citi 不認為 2019 年將出現衰退或全球經濟低迷，這是因為幾個關鍵宏觀經濟指標仍然顯示處於狀況良好的水平。然而，我們的分析師認為，經濟下滑風險將增加 2020 年出現衰退的機會，而且，無預警的意外衝擊可能會提早引發衰退。

我們不認為 2019 會開始下一次美國經濟衰退及全球經濟低迷... \[但是]經濟衰退在 2020 年出現的機率增加。

— Citi Private Bank 「2019 展望」

知識小寶盒

衰退的定義是連續兩季度都出現 GDP 負成長；然後，會從整體經濟放緩反映出來，包括從投資及企業獲利至家庭收入等。

在殖利曲線反轉後而稍作喘息下，一般需要從六個月至兩年不等的時間對經濟產生影響，並且才會呈現經濟衰退的情況。雖然部份研究人員認為這次的情況不同，因為聯準會不尋常的債券購買計劃應可改變此曲線預測力；但其他的研究人員則深信這套 60 年老理論依然靈驗。 • Juan Luis Arana

圖 4.

長期與短期公債利差（1976 年至 2018 年）



資料來源：聖路易聯邦儲備銀行

上圖為 10 年期美國國債的殖利率減掉 2 年期美國國債殖利率的利差圖表。當利差為負數時，即表示投資人投資 2 年期債券較投資 10 年期債券的殖利率較高，這通常是未來經濟將出現熊市的指標。

黃金

在動蕩時期，投資人往往尋求黃金作為避風港，儘管許多人不知道影響黃金價格的各種因素以及這種金屬作為有效的避險工具的功用所在。

黃金價格受到美元走勢影響遠大於整體市場信心。Citi 認為，短期而言，美元強勢將抑制黃金上漲。然而，Citi 的分析師認為，在 2019 年年底當美元開始走軟時，黃金將可翻揚；我們的基本預期（機率為 60%）為到 2020 年底時將可達到每盎司為 \$1,375。

我們最樂觀的預期（機率為 30%）認為金價將上看每盎司 \$1,400。可能觸發這種情況的原因為：股票進入熊市、新興市場信心大增，以及中美貿易協議意外達成而造成美元疲軟。

整體而言，Citi 認為與 2017 / 2018 相較之下，2019 / 2020 的市場波動增加及股票報酬率下滑應可支持逢低買進黃金的策略。雖然經濟低迷期間這項資產可能會升值，但是光是購買黃金並非一定有避險保障。在您的投資組合資產配置組合中增加國債及現金，將可進一步改善市場下跌時的避險功能。

• Nadiya Kadirova

知識小寶盒

避風港是市場低迷期間被視為可保值的投資項目。基於這些投資項目與傳統資產間的負相關性，當市場處於低迷之際，他們通常不失為具有分散性的最佳投資標的。

當一個變數值增加會帶動另一個變數值減少時，稱為負相關；反之亦然。基本上，這兩個變數彼此間以相反方向移動。



您知道嗎？

有一點您必須知道的是，如果使用黃金作為避險工具，則投資於黃金指數遠較間接透過投資黃金採礦企業要更穩定。採礦公司的績效往往取決於其產生現金流的能力。基於這個原因，他們通常與股票市場有著密不可分的關係，也因此限制住其避險的功能。



區域 展望

美國

2018 年的稅改刺激效應逐漸消退，促使我們的分析師對美國的成長預測從上述的 2018 年平均值下調。多數產業預期在 2019 年年底提出削減福利。**圖 5**。另外，聯邦政府在 2019 年初開始便陷入有史以來為期最久的停擺危機。在停擺之前，「經濟活動主要指標顯示美國擴張將持續至 2019 年一整年，」且 Citi 預估 GDP 成長達到 2.8%。白宮經濟顧問委員會（White House's Council of Economic Advisors）表示... 這次關門，每關門一週便會使每季經濟成長減少 0.13 個百分點。」在一月中時，這意味著第一季度的經濟增長預估將下降 0.5% 為了反映預期第一季度疲軟現狀，Citi 將整年的預估下調 20 個基點，至 2.6%。

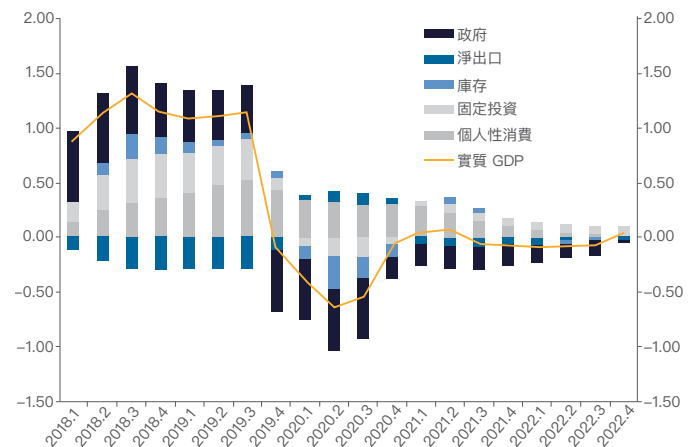
2018 年中期選舉後出現的政府分裂狀態，在一定程度上加劇了政府的融資僵局。雖然這種結果並未出乎眾人的意料之外（民主黨掌控眾議院，共和黨仍然保住參議院），但是其影響將在未來兩年中繼續發酵。民主黨既已取得傳喚調閱權，他們承諾將積極監控及調查行政部門。加上政治人物為了在 2020 年前總統大選前卡位，重大立法通過出現停擺的情形也將不足為奇。

在通膨方面，預計今年的影響微乎其微。「雖然失業率可能會帶來薪資進一步上漲的壓力，但是勞動生產力將強勁增長」；還有，企業可接受較低毛利的能力表示消費者可能不會經歷物價上漲的壓力。

展望未來一年，經濟風險將不會太大。保護主義威脅國際貿易、企業投資放緩、通膨過低、財政 / 或貨幣政策錯誤，以及市場波動等皆助長不確定性。雖然如此，Citi 仍然認為「市場過於高估於近期出現衰退的機率」，且預期 2019 年仍然會有高於平均表現的動能。**圖 6**。• Christian Riera

圖 5.

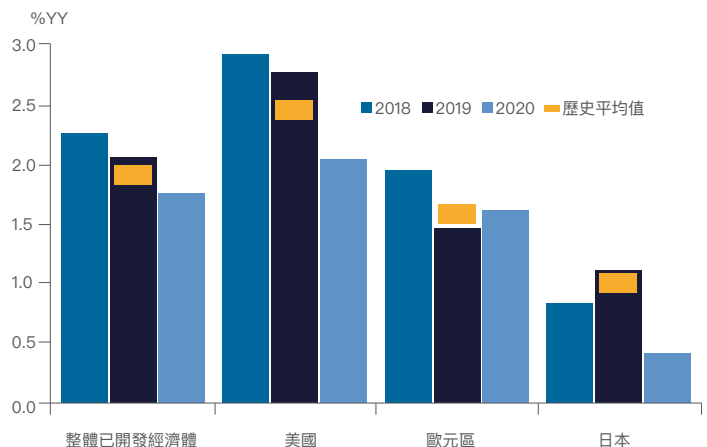
美國財政刺激措施效益將於 2019 年年底時消退



資料來源：Citi Research Global Asset Allocation “Citi House Views for 2019”

圖 6.

實質 GDP 成長預估相與歷史平均值



資料來源：Citi Research and IMF，*歷史平均值資料來源為 IMF 數據：1990 年至 2017 年

美元

在美元成長超級強勁、利率上漲、更寬鬆財政政策的推動下，美元在 2018 年的表現遠遠超過其他主要貨幣。雖然 Citi 預期這些利多因素將在今年持續發酵，但是美元將在 2019 年之後開始疲軟，並在未來幾年繼續疲軟。這個長期趨勢逆轉可歸因於美國經濟成長放緩、聯準會緊縮週期接近尾聲，以及美國財政赤字增加日益沉重。Citi 表示「美元投資人將因美元疲軟而降低美國資產價值，並增加非美元資產的報酬率。」 • Grethel Alfonso

投資美國

股票

- 我們預估企業盈利增長為 ~9%
- 估值將高於其長期平均：其中，其遠期週期調整本益比將介於 15.6 及 30.1 之間。
- 我們的分析師偏好具有股息成長記錄的公司。
- 遠離小型股，這類股一般在擴張循環早期階段表現較佳。
- 在類股方面，可在資訊科技、醫療保健、通訊服務及能源類股中，選擇具有強勁獲利成長潛力及估值亮麗的美國公司。

固定收益

- 經濟增長預期及更穩健的貨幣政策，將使美國固定收益市場的殖利率持續向上推升。
- 市場波動升高往往有利於政府公債。我們預期在 2019 年年底時，10 年期美國國債殖利率將不超過 3.75%。
- 平均收益率 3.8% 的投資等級及 ~6% 高收益方面，可能獲利上漲空間有限且有增加波動的風險。
- 選擇積極管理固定收益。
- 我們較希望具有短期、浮動特色（因為利率將持續上漲）的固定收益資產，其中包括浮動利率高收益銀行貸款、投資級浮動利率債券及資產抵押證券。

• Diego Higuera



中國

中國去年的經濟成長多半來自於大型基礎建設投資。2017 年，這種投資佔中國 GDP 44%，相較之下，美國僅佔 20%；Citi 相信財政刺激措施將可持續提升其成長。在政策支持下，零售銷售成長勢必將反彈。個人所得稅稅改及其他特別減免分別自 2018 年 10 月及 2019 年開始生效，這些措施也將有助振興消費。雖然財政及貨幣刺激措施可能仍將持續，但是礙於受限於日益增加的財政預算赤字之下，大幅增加的可能性不大。事實上，雖然中國在 2017 年曾經努力進行去槓桿，但非金融債務占 GDP 的比例已從 2008 年的略低於 100% 升至 2018 年的逾 160%。圖 7

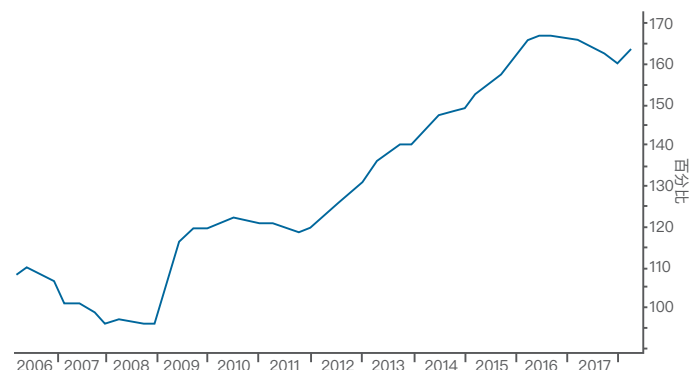
除了債台高築之外，中國還將面臨美國加徵關稅的不利因素。中國海運成本已經大幅上升，嚴重打擊產業利潤。同時，佔中國外銷大約 20% 輸美產品也正在放緩。中國外銷成長可能持續疲軟，因此將對國內投資成長造成壓力。中國製造數據已經顯示採購經理人指數落入衰退區中；事實上，這種衰退有部份已經蔓延到亞洲其他國家。

中國經濟放緩也因為長達三十年的一胎化政策及勞動人口老化而面臨人口困境的問題。即使有這些利空因素，中國政府仍然將 2019 年的經濟成長目標設定為 6.5%；Citi 預期中國將可望接近達成此一目標。在此之後，該國可能會遭逢比預期中更惡劣的情況，並進一步放緩。圖 8

雖然中國決策者齊聚中央經濟工作會議（Central Economic Work Conference）並討論有助振興經濟的各種措施，但很難說各種競爭的力量將如何發揮作用。為了達到其經濟成長目標，中國勢必將倚重科技創新並發展私營企業所有權。最令人期待的結構變化之一是以市場為導向的經濟政策；這些政策可確保智慧財產權，並為外國投資人提供更友善的投資環境。• Nadiya Kadirova

圖 7.

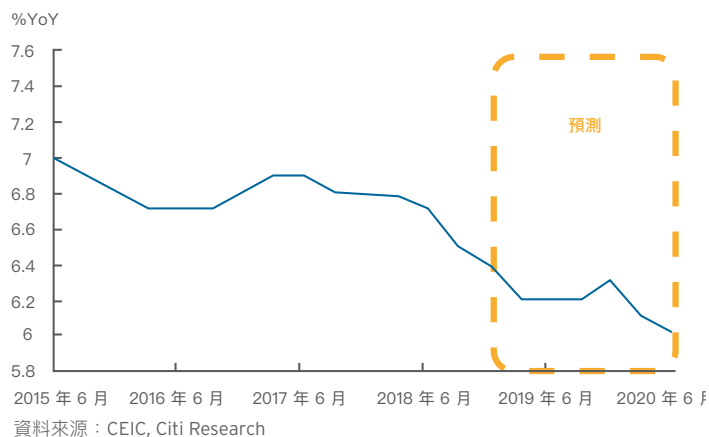
中國非金融企業債務佔 GDP 的比例



資料來源：Bank for International Settlements

圖 8.

中國季度 GDP 成長預估



資料來源：CEIC, Citi Research

“我們認為，在貨幣寬鬆力道變強的同時，財政刺激措施將在[中國]穩定成長中扮演關鍵角色。”

- 全球經濟展望與策略「水平、增量、信心，老天！避免自己落入衰退的預言」

投資亞洲

股票

- 雖然強勢美元不在我們的預期內，但是如果美元持續走強，則亞洲股票（以及多數的新興市場）可能會繼續面臨重大阻力。
- 我們認為亞洲經濟體將順利地以前所未有的速度繼續成長，再加上擴張性的貨幣政策激勵下，將可吸引投資人重返亞洲股票市場。
- 我們發現新加坡、台灣、南韓等，特別是中國等的股價皆深具吸引力，這些市場目前的價格是 2014 年以來的難得一見的低點。

固定收益

- 美國經濟循環可能即將結束的擔憂加劇，且會對亞洲的主權及企業債券帶來壓力。隨著聯準會的措辭日益溫和，亞洲固定收益市場勢必將獲得更多投資人的青睞，特別是以美元計價的債券。
- 以中國當地貨幣計價的債券市場將不失為一個良好的投資機會，當大筆資金流入，特別是~\$3 兆符合資格的當地債券將於四月時被納入彭博社巴克萊全球綜合指數（Bloomberg Barclays Global Aggregate Index）時，在岸市場將因此受惠。
- 與中國大相庭徑的是印度及印尼，在極度的政治不確定及財務隱憂的情況下，這兩個市場的波動勢必升高。
- 由於日本央行將有可能下調其債券採購計劃，日本市場仍然被我們認為是不具吸引力的市場

• Diego Higuera



英國

有協議還是無協議？這正是英國首相德蕾莎·梅伊（Theresa May）在爭取議會批准她的《退出歐盟法》時所面臨的困境。截至發稿時，首相的議案在議會中慘敗（以 202 票對 432 票的差距），隨後在不信任投票中以微幅差距獲勝，這些發生不到兩週。這位首相目前正爭取核准她的脫歐 B 計劃（基本上與原始計劃相同），而議會預期於 1 月底前進行投票。

梅伊協議遭到批評的爭議點之一，是北愛爾蘭邊境保障措施的問題，以及在「無協議」情況下，這項措施對於英國的自主的影響。目前，並未見歐盟對於邊境保障措施有任何讓步的跡象，但是梅伊將繼續遊說歐盟以取得更優惠的條件。提高北愛爾蘭邊境保障措施的保障，將會增加對她計劃的支持度以及最終議會批准的可能性。3 月 29 日《里斯本條約第 50 條》（Article 50）期限（主要指「硬脫歐」期限）日益接近之際，梅伊所剩的時間不多。

我們不排除 3 月 29 日期限延後（若所有歐盟成員國家核准）的可能性，或舉辦新公投的可能性（雖然後者必須克服幾項組織安排上的障礙）：議會法案、跨黨派合作、宣佈公投到實際投票間的六個月運作期間。基於高度不確定性，我們很難預估其結果。但是，然而，對於接下來幾個月中可澄清過去兩年中充滿的不確定性，我們仍然充滿希望。

英國脫歐情況岌岌可危，讓我們無法預測英國的經濟。

如果梅伊可躲過「無協議脫歐」情況，則我們預估英國的 GDP 將可從 2018 年的 1.2% 增加到 2019 年的 1.4%。相反的，無序脫歐將會導致英國經濟大幅萎縮，因而產生經濟衰退。某些預估直指這種經濟緊縮不亞於 2008 年的金融危機。「硬脫歐」的僵局可能會造成國會進行不信任投票，最終導致更換政府。這可能導致產生一個由工黨領導的新政府；工黨的政黨理念包括數種產業重新國有化以及加稅。我們的基本預期（也是希望）是最終可取得協議。與此同時，投資人預計英國風險資產會出現大幅震蕩。 • Cesar Alonso

英國脫歐常用字詞

愛爾蘭邊境

這是在「無協議」脫歐情況下，為了避免在北愛爾蘭及愛爾蘭共和國之間造成硬邊界而形成的「邊境保障措施」。批評者反對的一點是，該「邊境保障措施」將對北愛爾蘭和英國其他地方實施不同法規。最重要的是，沒有歐盟的同意，英國無法免除「邊境保障措施」的約束。在反對者的看法中，這無疑是有損英國的自主權，完全違反英國脫歐的精神。

第50條

《里斯本條約第 50 條》是歐盟條約規定會員國退出的方式，有一個兩年的退出時間表。¹

硬性的

「硬脫歐」是指另一種表示完全脫離歐洲的說法；這是指英國放棄歐盟單一市場的會員國身份；這種安排可讓英國與其歐洲夥伴自由進行貿易而無關稅限制。「硬脫歐」支持者希望有自由訂定自己的貿易協定和規則。問題是，自行起草獨立的貿易協定將不但曠日費時，同時更迫使英國無法享受世界貿易組織的最優惠條款。²

沒有成交

「硬脫歐」理論上仍包含與歐洲之間某種類型的協議，並且可能會設定協商自由貿易協議的過渡期；然而，「無協議脫歐」則表示英國離開歐盟，並且在毫無協議的情況下立即切斷與歐洲的關聯。

如果國會不核准梅伊的協議，而且沒有其他替代協議，或沒有延遲或停止脫歐的行動，則 3 月 29 日時英國將於子然一身的離開歐盟。之後，英國將遵循世界貿易組織的規定與歐盟及其他國家進行貿易，同時將另行協商獨立的自由貿易協議。^{2,1}

投票“不信任”

在英國，信任動議可以採取信任投票（通常由政府提議）或不信任投票（通常由反對黨提議）的形式進行。當此類動議在立法院中訴諸投票表決，且如果無法贏得信任投票，或不信任投票通過時，那麼現任政府必須總辭，或舉辦大選。³

義大利

由五星運動領導的義大利執政聯盟在 2018 年的風險評估中是一個壓力點，主要是因為該聯盟抵制歐盟的預算限制。所幸，羅馬與布魯塞爾在 2018 年 12 月期間最後一刻終於簽署預算協議，才免於歐盟對該國的報復行動。不過，政治不確定性將持續影響投資信心和成長前景。在 2018 年經濟上升 0.9% 之後，我們預期 2019 年將增長 0.2%。但是，除非其他歐洲地區經濟持續低迷，否則我們認為經濟放緩趨勢將不會超過 2019 年第一季。經濟增長放緩和反對政府的聲浪日益高漲，大力增加了聯合政府內鬥而導致 2019 年提前選舉的可能性。如果五星運動無法保持其第一大黨的地位，則其他右派民粹政黨（北方聯盟）將有可能接管掌權。無疑地，這種發展勢必將升高義大利（及歐洲）的不確定性，因為北方聯盟反歐盟、保護主義及親俄羅斯的立場，將讓義大利在 2020 年歐盟預算談判中處於不利的地位。良性政治變化的可能性很低、債務佔 GDP 比例高，以及問題叢生的銀行業等，這些可能意謂著義大利仍然是 2019 年歐洲的壓力所在。 • Cesar Alonso

德國

當德國總理梅克爾卸下基督教民主黨（Christian Democratic Union，簡稱CDU）的領導人身份時（可能是在 2021 年時），她的接班人將會是最近選出來的安內格麗特·克朗普－卡倫鮑爾（Annegret Kramp-Karrenbauer，簡稱（AKK））。AKK 被大家視為是梅克爾的門徒，理所當然是承接的候選人。然而，執政聯盟的實力已經大為削弱，主要是對逃離中東和北非地區飽受戰爭蹂躪的難民，梅克爾採取的門戶開放移民政策對社會造成莫大影響所致。大量湧入的難民已經造成聯合政府內部不合，同時也挑起了愛國情緒，使右翼民族主義政治團體得以壯大。我們的基本預期是，即使在 2021 年前舉行新選舉，AKK 仍然可維持由 CDU 領導聯合政府的地位。即便如此，政治風向轉變造成德國民粹主義分子得以在聯邦議會中可以有更多的聲音，無疑是一個不容忽視的尾端風險。畢竟，長久以來德國一直是歐洲經濟與貨幣聯盟（European Economic and Monetary Union）最堅定的支持者。歐盟成員國之間日益增加的民粹主義氛圍，不禁讓人質疑歐盟計劃持續性的能力；因此，德國出現任何動搖都足以增加歐盟的不確定性。 • Cesar Alonso

法國

法國的新聞報導一直由「黃背心運動」示威及暴力事件主導。這項運動是由調高燃油稅所引發，隨後就快速蔓延至全國。法國總統馬克宏的支持率也在 2018 年的 12 月時跌至新低。隨著歐洲議會選舉將在未來六個月內到來，總統馬克宏已表現要盡快結束這些抗議的急迫性。雖然這些抗議多是出於對法國財富不均的失望，但是馬克宏所急需實施的經濟結構改革將走上一條非常危險的道路。我們預期 2019 年法國的實質 GDP 成長將上升到 1.6%（與 2018 年的預期一致），但是對馬克宏支持率的傷害可能會阻礙他的改革議題及預算整合行動。 • Cesar Alonso

歐元

Citi 分析師認為在 2019 年歐元將對美元升值達到 1 美元對 \$1.18 歐元，2020 年則朝向 1 美元對 \$1.30 歐元邁進。此種預估的假設是 2019 年歐洲央行（ECB）的貨幣政策將與聯準會的貨幣政策分道揚鑣。也就是說，ECB 預計將會採取緊縮政策，而聯準會則可能會放緩或暫停其加息的週期。我們分析師的預測也考慮到以下因素：貨幣估值、該區的經常性帳戶順差出現改善，以及 2019 年該區相對穩定的政治前景。

• Grethel Alfonso

市場原本對於歐洲 2018 年持樂觀期望，但在出現一些情況後立即降溫，其中包括：土耳其經濟危機、西班牙、義大利及德國新執政聯盟、與美國的貿易衝突的隱憂，以及歐元區經濟表現下滑等。因此，投資者紛紛避開歐洲股市，轉而青睞經濟前景更強勁的美國。然而，去年對歐洲經濟前景有利的大多數因素，在 2019 年仍然適用。

投資歐洲

股票

- 企業收益預期在年底成長 10%；我們認為這很值得注意。
- 估值較美國股票更具吸引力。
- 以週期調整後本益比而言，歐洲股票（不含英國）比美國股票相對便宜 25%。以市帳率（價格與帳面價值比）而言，歐洲的股票較美國股票低了 47%。
- 歐洲股票收益將維持在 ~3.3%，可吸引到遍尋不得理想收益的投資人（請參閱以下固定收益殖利率）。

固定收益

- 歐洲政府公債殖利率仍然偏低（在政府公債市場中，30% 以上的報酬率為負值），因此我們將此公債排除在我們的首選資產類別中。
- 歐元區投資級企業債券在受惠於寬鬆的貨幣政策下，殖利率達到平均 1.2%；然而在歐洲央行結束其債券購買計劃後，我們認為前景將不太樂觀。
- 歐洲高收益債券（我們預期殖利率會上升）的需求下跌，主因是在目前的市場景氣循環階段中，低品質債券並非最佳選項。

• Cesar Alonso 與 Diego Higuera



俄羅斯

俄羅斯是石油輸出國組織（OPEC）以外的最大石油生產國，其出口中將近一半為石油。基於這個原因，石油價格震蕩將為俄國 2019 年的經濟成長帶來不利的影響。Citi 預估其 2019 年的經濟增長將從 2018 年的 1.8% 下跌至 1.5%。雖然這項修正預期是來自於消費者支出及投資支出減緩所致，然而政府採取的財政及科技措施將有助於減少放緩的影響。

俄羅斯財務法規期望將石油和天然氣的超額稅收撥入聯邦預算，再進而將這筆額外資金撥入福利款項，以因應人口老化的需要。這條法規也希望能降低俄羅斯對於石油的依賴性；其剩餘資本將用於購買外匯以抵消石油價格波動的影響。

俄羅斯風險水平指數與幾年前相較已經大幅改善。低外債水平及高國際儲備有助於抵消宏觀經濟的衝擊，這些衝擊中仍然包括多項可能的制裁。2014 年的制裁造成盧布大幅瓦解，也導致俄羅斯經濟短期陷入低迷狀態。政治緊張局勢加劇也導致投資外流及投資人信心下跌。所幸，俄羅斯利用這個僵局作為建立更強勁經濟體的契機，改善宏觀經濟環境並且實施經濟結構改變。

俄羅斯已經規劃出一個到 2035 年的經濟藍圖，目標為發展關鍵的科技及創新技術。俄羅斯現今的電子支付市場成長速度超過了全球水準；預計在 2035 年時將佔付款及匯款業務的 96.3%；請參閱圖 10。金融科技環境（Fintech environment）在政府及銀行業的支持下，預計將從 2020 年的 \$18 億增加到 2035 年的 1786 億。俄羅斯的電子商務每年以 30% 成長，預計到 2025 年時將達到 810 億。最後但也很重要的是，2017 年年中展開的數位經濟計劃支持了俄羅斯網際網路普及率的增長，預期將在 2024 年將達到 97%。

• Nadiya Kadirova

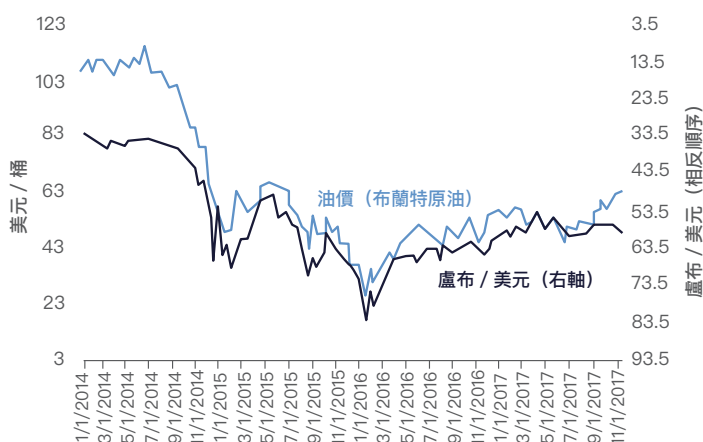


您知道嗎？

長久以來，俄羅斯盧布一直與石油價格有緊密的關係，主要就是因為俄羅斯盧布對經濟依賴性很強。在實施了新的財政規定後，這層關係開始減弱。圖 9

圖 9.

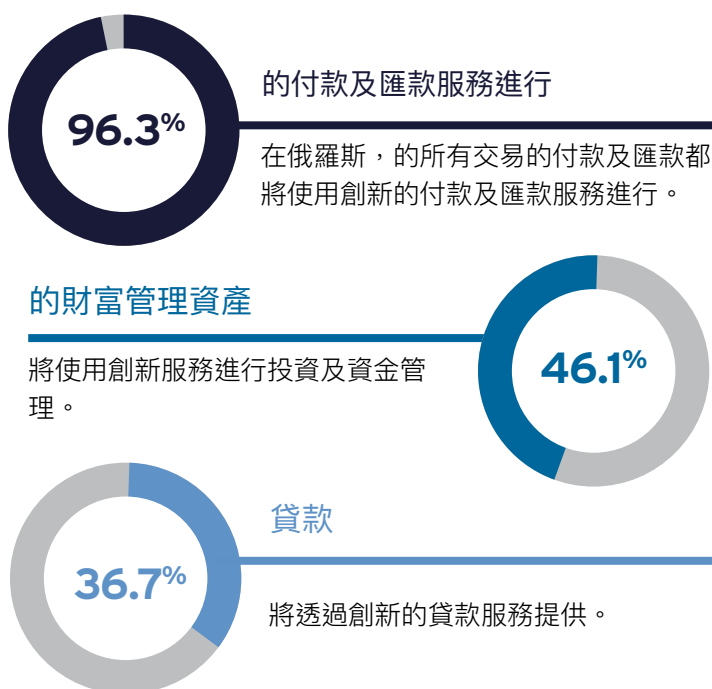
俄國盧布及油價分離



資料來源：俄國央行、世界銀行

圖 10.

截至 2035 年俄羅斯金融科技產業預估成長



資料來源：EY's Focus on FinTech: 俄國市場增長前景

石油

在2018年，石油市場大部份時候都表現良好。然而，在最後季度中，這個大宗商品陷入了與2014年一樣的困境。火熱的美國頁岩油市場生產出史上最多的燃油量，有效地打亂了OPEC維持石油市場平衡的控制。

2019勢必仍將是一場OPEC及非OPEC生產國之間的拉鋸戰。有鑒於此，Citi歸類出三種可能的情况，其詳情列於圖11。

• Juan Luis Arana

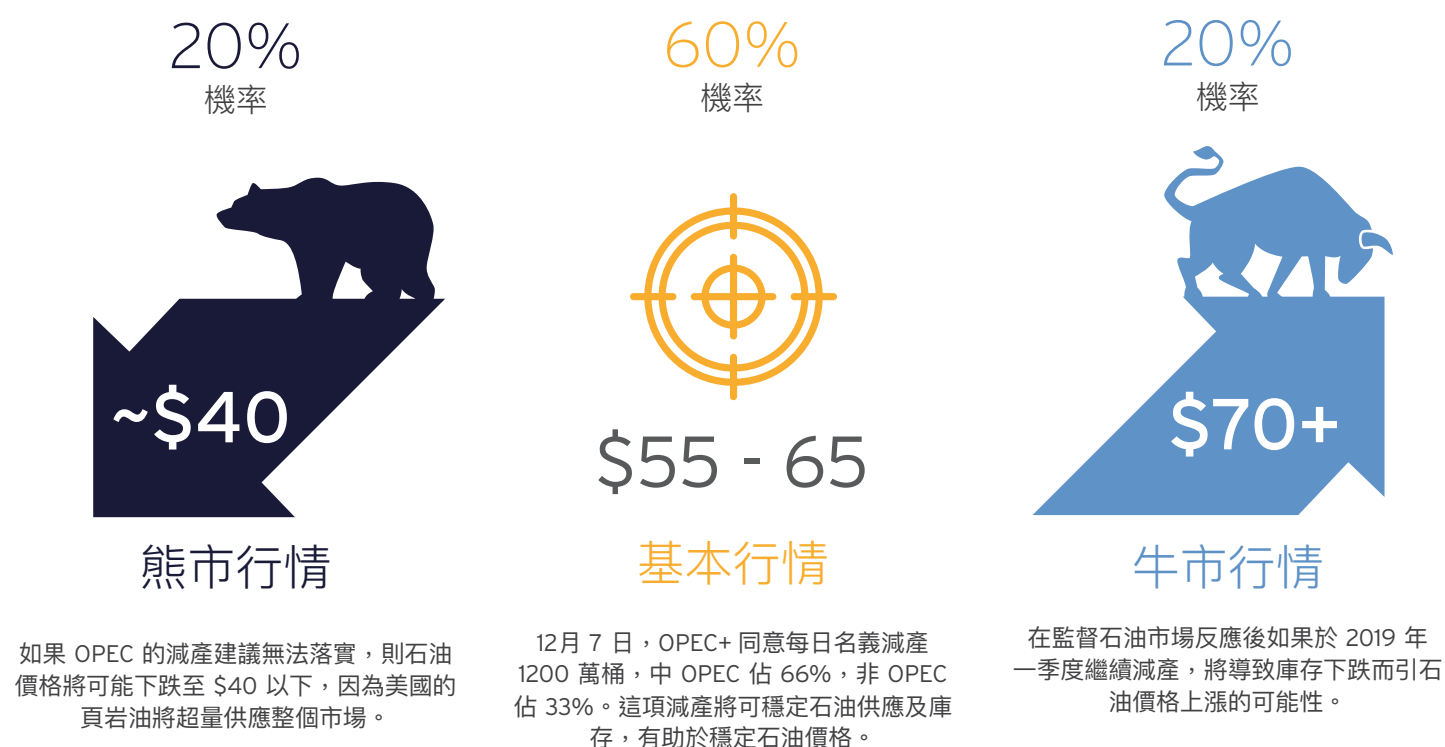
知識小寶盒

OPEC，即石油輸出國組織是由14個國家組成。他們分別是阿爾及利亞、安哥拉、厄瓜多、赤道幾內亞、加彭、伊朗、伊拉克、科威特、利比亞、奈及利亞、剛果共和國、沙烏地阿拉伯、阿聯酋、委內瑞拉等。石油輸出國組織與主要非油組產油國（OPEC+）包括這14個OPEC成員國及其他的「石油盟邦國家」，例如俄羅斯、墨西哥、哈薩克斯坦。OPEC的14個成員國控制35%的全球石油供應及82%的證實蘊藏量。如果再加入十個非OPEC國家，則這些比率分別增加至55%和90%。這使得OPEC對世界經濟的影響力達到了前所未有的水準。^{1,2}

WTI代表西德克薩斯中間基原油，也稱為德州輕甜原油（Texas Light Sweet），主要位於二疊紀油田（Permian oil field）。這是一種用作石油定價基準的原油，也用作紐約商品交易所石油期貨合約的標的商品。

圖 11.

2019年CITI WTI價格展望



¹ 石油輸出國組織（OPEC）。² Forbes. 資料來源：Citi Research's Global Commodity Focus - Annual Commodities Market Outlook 2019. 圖表及圖片僅供說明用途。所有預測旨在表達意見，會因情況而有變動，恕不另行通知；且不應作為未來事件之保證。請參閱本文末尾的專用語和披露規定章節等重要資訊。

巴西

俗話說，新官上任三把火。毫無疑問，巴西對於這句諺語有深刻的體會。這個拉丁美洲最大的國家在 2019 年 1 月 1 日以社會自由黨的黨魁雅伊爾·波索納洛（Jair Bolsonaro）總統就職迎接新的一年。

這次總統大選的結果普遍受到投資者的好評，並帶動風險資產反彈，彌補了 2018 年初表現不佳的行情。展望未來，基於新政府擁有推動經濟表現的能力，因此他們的經濟政策將受到密切關注。

截至目前為止，波索納洛的內閣人事任命受到市場肯定，有助於實現他競選時的承諾。尤其其他擢選的經濟部長、司法及公共安全部長、央行總裁等，已經提振了消費者和企業的信心。

財務政策仍然是巴西的最大致命傷。該國嚴重的財政赤字問題勢必成為新政府的第一要務。除非大刀闊斧地進行退休金制度的改革，否則巴西的債務將持續攀升，最終會導致巴西市場再度遭逢壓力。

總統推動改革的努力勢必會在國會遇到阻力。由於社會自由黨在國會中並非多數，如何透過協商達成目標至關重要。波索納洛應該預期會在眾議院中遭到民主社會黨，或擁有最大席次及最多州長人數的勞工黨的激烈反對。

Citi 認為波索納洛極有可能會在 2019 年通過一個縮水版本的退休金改革方案。在未來經濟逐漸恢復的情況下將可從 2018 年的 1.4% 達到今年預估的 2.2%。新政府的私有化、特許權及其他的「親商」立場將有助於巴西經濟復甦。

貨幣升值、低油價及充足的雨水將刺激通貨膨脹。我們的分析師認為 2019 年的通貨膨脹將維持在 4.2%。消費者物價下跌讓巴西央行延後貨幣政策正常化至 2020 年（原定時間為 2019 年年中），並且使基準利率（Selic 利率）維持在 6.5% 的歷史低點；由這些情況可看出該市場前景更好。

• Mariana Arbiza

巴西雷亞爾

巴西自 1999 年起便為其貨幣雷亞爾施行「不自由浮動」（亦稱管制匯率，dirty float）制度。這個詞是由分析師創造，因為雷亞爾雖可上下自由浮動，但是巴西央行（BCB）經常使用各種公開市場工具進行干預，並且控制這個貨幣的優勢與波動性。

BCB 也使用通膨目標錨定雷亞爾。這個通膨目標在過去十多年來都一直設定為 4.5%，但今年（2019）首次會被調低為 4.25%。此外，Selic 利率大約每 45 天由央行設定一次，這是實現這個通膨目標的關鍵工具。

Citi 認為央行政策將讓通膨與其目標幅度保持一致。因此，巴西貨幣與美元之間的實質匯率應維持穩定。更具體而言，我們的看法是在未來的 6 到 12 個月之間的名義匯率將接近 3.75。 • Mariana Arbiza



您知道嗎？

到 2050 年時，巴西的：

- 預計壽命將超過 80 歲
- 老年人與勞動人口比將達兩倍
- 老年人口將增加三倍

這表示將由更少勞工來撫養更多退休人士。再加上過去幾年經濟有限或呈負數成長、對公務人員提供優渥退休金，使得巴西瀕臨無法履行支付退休金義務的邊緣。

墨西哥

安德烈斯·曼努埃爾·羅培茲·歐布拉多（Andres Manuel Lopez Obrador，簡稱 AMLO）已經上任，而該國預期未來一年內仍動蕩不安，然後才會趨於穩定。新政府提出的 2019 年預算讓市場感到意外而叫好。然而，這還是無法安撫投資人對該計劃可行性的懷疑。該國目前的支出承諾大約佔 GDP 的 1%（相較於 2018 年佔 GDP 的 2%）並有全新預算（國會以高票通過），截至目前為止市場的反應大致為正面；這也使得墨西哥股票指數從 AMLO 上任至今一直是一片火紅。

2019 年的實質稅收預期將較 2018 年增加 3.8%。增加的稅收主要與預期徵收的汽油稅有關。即使如此，2019 年預期的實質 GDP 成長仍然差強人意，大約為 1.7%。

新政府頒布了一項總統令，將北邊美墨邊境的幾個墨西哥州的增值稅從 16% 調降至 8%，希望能藉此促長當地消費（以便能遠離美國）。這項命令也同時將企業稅率從 30% 調降至 20% 以刺激國內投資。

央行長久以來的高利率是投資人必須考慮到的一個重要風險。目前 8.25% 的利率將造成貸款不易，不利於公司展開新計劃。截至目前為止，AMLO 的理念讓投資人對於其社會主義的議題尚為滿意。但我們仍需謹慎以對並且密切監督。

評級機構將會仔細觀察這些新的經濟方案的發展狀況。墨西哥政府公債被主要信用機構評定為 BBB+ 等級。雖然要將墨西哥信用評級調降兩級，才會使其降至投資等級以下，但是如果墨西哥不如以往那麼容易獲得投資支持，則新政府仍將面臨挑戰。 • Andres Uriarte 與 Matteo Sada

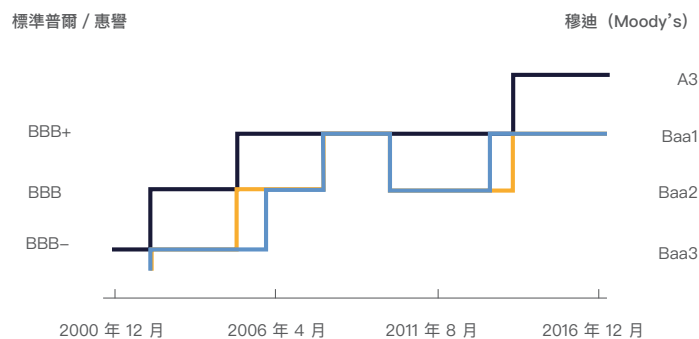


您知道嗎？

在 21 世紀之初，墨西哥能有這種信用評級成就極為不易，並且還維持了 15 年以上，圖 12 墨西哥的財政政策被認為是其他新興經濟體的表率，因為其債務佔 GDP 的比例在過去的 10 年之間一直徘徊於 50% 之間，也因此贏得了投資人的信任。

圖 12.

墨西哥的信用評級



資料來源：彭博社

墨西哥披索

市場一致的預期是在 2019 年年底時，披索對美元將貶值至 20.85 比 1 美元；到 2020 年年底時達到 21.00。 • Andres Uriarte 與 Matteo Sada

阿根廷

對於阿根廷而言，2018 年是一個讓人錯愕的一年。五十年來的最大一場旱災，如同滾雪球般造成一系列的不幸事件；農作物歉收對於經濟成長造成嚴重打擊，以致披索貶值，進而讓通膨大幅飆升。僅短短三年間便第二次進入經濟衰退，導致阿根廷向國際貨幣基金組織（IMF）尋求協助，取得被認為是 IMF 有史以來最龐大的金錢紓困。

阿根廷仍然是 2019 年中拉丁美洲最難預測的國家。即使看起來有望實現全年的公共財政和貨幣目標，但 2019 年的前景仍然是未知數。阿根廷央行在九月份進行的一次市場前景分析調查中顯示，12 個月的平均通膨預期從前一個月的 32.1% 降至 29%。通膨預期下降幅度之大，足以讓央行取消八月份實施的阿根廷央行指標利率（**Leliq rate**）的 60% 下限。

最新的經濟數據顯示，儘管經濟衰退仍在繼續，但外部赤字正在減少。展望未來，該國應該專注於宏觀經濟失衡；這將需要一段調整，且在過渡期中難免招致社會動亂。

即使在重大壓力下，總統馬克里的親商舉措應該可在 2019 年的經濟成長正常化。但這並不能保證馬克里在 2018 年任期結束時仍能繼續擔任總統，因為他的支持率一直很低。當然，隨著不同的政治意識形態和理念爭奪權力，2019 年 10 月的總統大選勢必加劇市場的緊張情緒。

總統馬克里極可能是 Cambiemos（改革）聯盟的候選人。我們預期前總統克莉斯蒂娜·費南德茲（Cristina Kirchner）將會出馬挑戰總統馬克里，雖然貝龍主義黨（**Peronist**）出

現一位強勁的候選人並非不可能，而這將對馬克里的選舉形成更大的挑戰。但是 Citi 卻認為，市場更憂心前總統克莉斯蒂娜，而非一個溫和的貝龍主義黨人選。

除了選舉的噪音之外，我們認為目前的政府將足以實現全年的公共財政和貨幣目標，以便在 2019 年間維持 IMF 資金的流動。預計通膨將持續下降，且比索在新的貨幣架構下應會穩定下來。Citi 預計 2019 年阿根廷的成長將持平，比 2018 年的下跌 2D 有所改善。這些看法主要是根據一個理念，即目前的公共財政和貨幣目標可完全實現，且總統馬克里應可連任。 • Francisco Pastor 與 David Yepetz

知識小寶盒

阿根廷央行指標利率（**Leliq Rate**）是阿根廷七日流動票據的基準政策利率。

貝龍主義黨的黨名源自於一位前阿根廷的總統，胡安·多明戈·貝龍（Juan Domingo Peron）。貝龍主義擁有三個意識形態主軸構成其理念：政治主權、經濟獨立性、社會正義。



您知道嗎？

從 2007 年至 2015 年期間擔任總統的克莉斯蒂娜·費南德茲（Cristina Kirchner）施行了一系列的新稅制及社會計劃，旨在改善惡化的經濟。當阿根廷未能支付一項 150 億美元的主權債務而於 2014 年陷入技術性違約時，這些計劃便難以進行。

投資拉丁美洲

股票

- 基於拉丁美洲地區的良好基本面及具吸引力的估值，我們對於該區的股票持建設性看法。然而，我們認為全球市場會有一段不確定性升高的時期，因此我們仍將強調選擇性及積極管理是致勝關鍵。
- 我們預估該區 2019 年的實質 GDP 成長為 2.2%；但是，最近新當選巴西、墨西哥、哥倫比亞總統推出新貨幣及財政政策，以及阿根廷持續嚴厲的貨幣政策，在這些情況下，投資人將看到不同的經濟成長結果。
- 我們預期該區的企業盈利增長平均達 20%，其中阿根廷（147%）及巴西（22%）將為最高的獲利國家，而哥倫比亞（13%）與智利（14%）則為墊底。
- 關於估值而言，該區域 2019 年盈利為 11 倍，股息收益率為 3.4%。
- 我們看好巴西股票，主因我們對於波索納洛總統即將實施的經濟改革抱持樂觀看法；這項改革具有穩健的收益成長潛力，且估值也具吸引力。

固定收益

- 基本面改善、估值吸引人且收益強勁，使得拉丁美洲固定入息市場成為 2019 年最具投資吸引力的資產類別；但是，我們仍然堅持選擇性及積極管理是現今環境中的致勝關鍵。
- 我們看好使用美元計價的債券，以作為提升投資組合品質的策略。投資人必須謹記，該區域長期以來容易受到全球市場波動的影響，因此，我們建議選擇美元計價的債券。
- 雖然以當地貨幣計價的拉丁美洲債券的平均收益可達 7.9%，但年度間可能出現無預警的特殊事件（例如 2018 年的土耳其及阿根廷的事件）可能會對總報酬率造成負面影響。
- 巴西是我們 2019 年的首選市場，特別是在某些半主權債券（quasi-sovereigns）中，其利差可高於主權債券達 1%，因此不失為一個必選的選項。

• Diego Higuera

長期 投資主題



25 新興亞洲



27 長壽
及醫療保健需求



29 數位顛覆



31 目的性投資

新興 亞洲

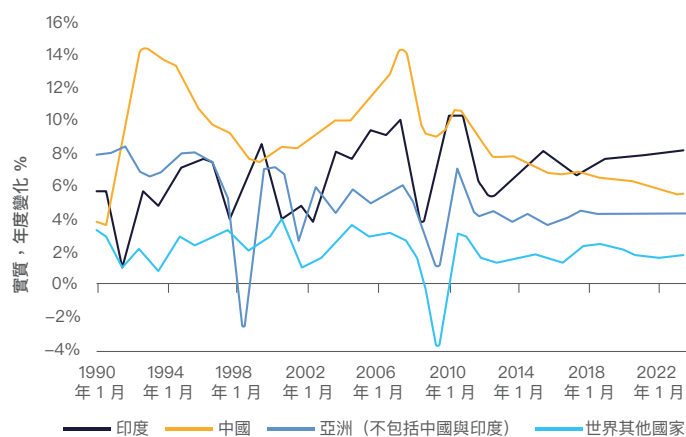
Citi 認為在未來幾年中，新興亞洲（Emerging (EM) Asia）將出現一些值得關注的投資機會。估值低於已開發國家、生產量成長不斷上升，加上貿易戰帶來的潛在利多和人口優勢帶來的潛在好處，為該地區提供了樂觀的前景。由於亞洲地區的龐大潛力，Citi 所稱的「亞洲的崛起」將成為最難抵擋的趨勢，對「您的投資組合將造成深遠的長期影響」。

生產量上升

根據國際貨幣基金組織的預估，在未來四年中，亞洲地區 GDP 平均將達到 5.9%，而世界其他地區預估僅為 1.9%。圖 13。三十年前，新興亞洲的生產量僅佔世界產量不到 10%。而其今日卻幾乎佔 30%，同時，到 2023 年時，Citi 認為該項數字可高達 40%。

圖 13.

亞洲 GDP 成長與世界其他地方的 GDP 成長相較



註：亞洲（不包括日本）

資料來源：IMF Forecasts, Credit Suisse research

人口成長

儘管已開發國家多半都受到老化人口的問題所苦之際，但新興亞洲卻正受益於不斷增長的勞動年齡人口，以及預計將接受更高教育的人口。隨著就業人口增加，中產階級勢必擴大，也因此帶動人口從鄉村遷徙至城市的發展。新興亞洲人口佔世界 40%，且中產階級快速增加，因此都市化可能會推動更快速的增長。Citi 認為，「為順應都市人口迅速成長，基本建設（包括住屋、公用事業、倉儲等）必須進行升級，這將成為促進經濟增長的重要推手，並可提供投資機會。」都市化也可帶來生產力提高的好處、可能導致造成更高薪資，最終可增加消費。

貿易的優點

新興亞洲將因為中美貿易摩擦而大幅受惠，主要原因如下。首先，為避免中國制造成本上升帶來的不確定性，企業將尋求在亞洲其他小國間分散其供應鏈。第二，隨著中國經濟日益朝向服務業發展，且國內消費水平不斷提高，中國經濟可能不太容易受到貿易摩擦帶來的變化的影響。第三，在過去二十年間，新興亞洲國家的出口已經增加（圖 14），使得該地區更加經濟獨立性，且對美國出口的重要性降低。

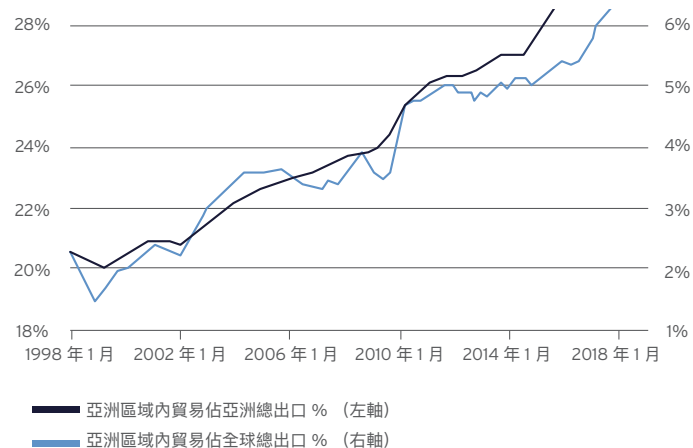
• Nadiya Kadirova

知識小寶盒

新興亞洲包括中國、印度、印尼、韓國、馬來西亞、巴基斯坦、菲律賓、台灣、泰國等國家。¹

圖 14.

亞洲區域內貿易（佔亞洲及全球出口 % 計算）



資料來源：Credit Suisse



您知道嗎？

「雖然新興亞洲投資本身具備較高風險預測，然而將這類投資加入多元投資組合中，將有助於提高風險調整後的報酬率。因此，我們視新興亞洲為落實我們佈局全球建議的一個途徑。」

- Citi Private Bank 「2019 展望」

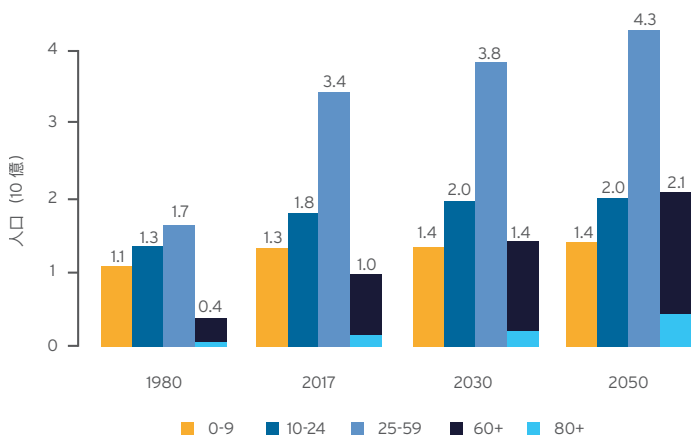
長壽 及醫療保健需求

我們經常聽到，以前的 30 多歲是現在的 20 多歲、40 多歲是 30 多歲等等。這句乍看下不過是個老生常談的廣告辭令，實際上卻隱含著前所未見的全球人口變化：「現在的人越來越長壽了。」



人類的預期壽命已經大幅增加，從 1955 年的 49 歲到現今的 72 歲。更重要的是，聯合國人口司預估，到 2050 年，全球 60 歲以上的人口將增加一倍到 20 億。圖 15。也許更讓人感到不可思議的是，80 歲以上的年齡群將會增加三倍以上，從今天佔全球 1.7% 到 2050 年的 4.5%。

圖 15.
全球廣泛年齡群人口



資料來源：聯合國人口司

造成這個人口新里程的改變還有其他的因素：生育率大幅下降、社會變遷（包括女性勞動力增加、都市化等等）預計到了 2030 年時，歷史上首次出現老年人人口將多於十歲以下兒童人口的情形。

全球人口老化的潛在後果及其對於永續發展的影響，這些是全球各國政府的重要議題。勞工減少意味著稅收減少及較高的社會成本，同時，退休金及醫療保健花費也將耗盡政府的財庫。發達國家中 85 歲以上老人的每人醫療保健支出可能比 59 歲的人高出 6 倍。近幾年來，公共開支中的醫療保健的已經急劇上升，未來幾十年更將毫不保留地大幅膨脹。

世界各地的醫療保健制度都在推廣健康高齡，以便預防和治療無傳染性疾病和慢性病，同時擴大提供優質長期照護。美國勞工統計局預測，在未來十年中，每增加四個新工作中就有一位是醫療從業人員、支持人員和技術工作人員。

人類長壽大趨勢也為全球投資人帶來了重要契機，特別是製藥和生物科技的專門領域，包括醫療設備和醫療機器人；可穿戴科技；免疫治療開發，以及作為預防措施的基因分析等公司。

• Mariana Arbiza

“世界人口高齡化為社會帶來重大挑戰，也為提高了投資組合的免疫力提供了機會。”

– Citi Private Bank 「2019 展望」

圖 16.

醫療保健表現與 S&P 500 指數比較

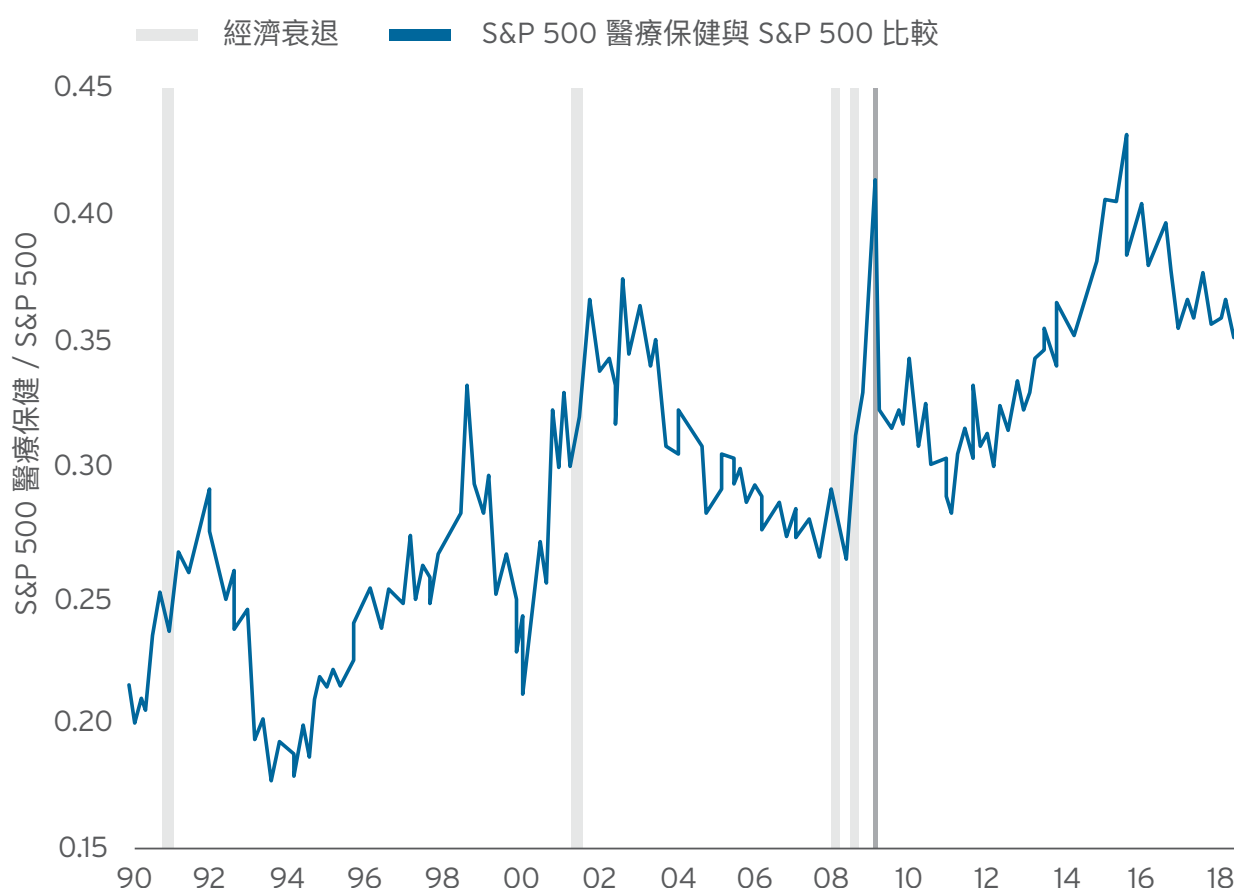
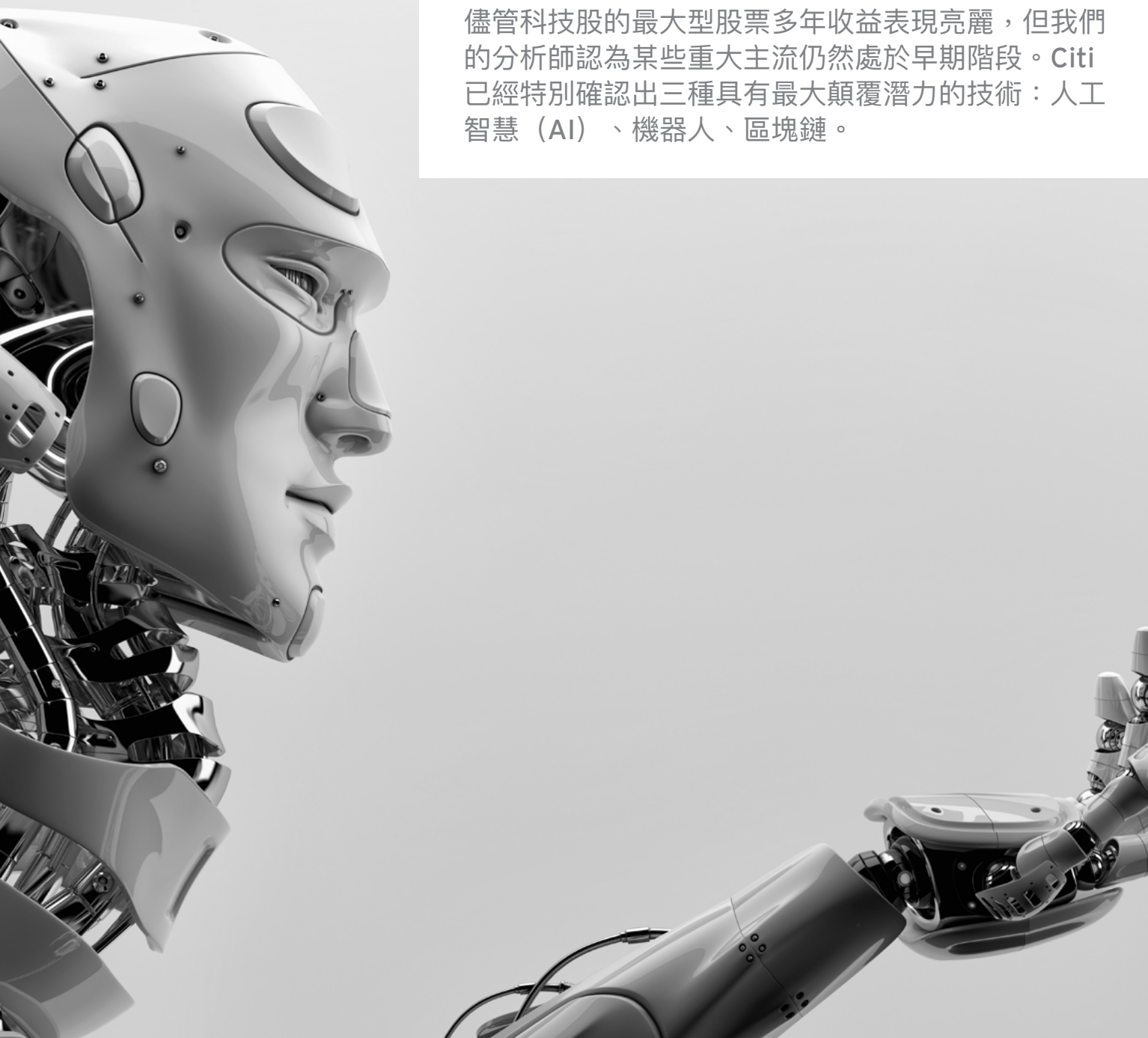


圖 16 顯示，長久以來，在不確定性升高和風險規避期間，醫療保健類股的表現始終優異。這主要歸因於該類股相對穩定的獲利前景，即使在經濟疲軟之際也如此。基於監管和政治等的不確定性將促使投資策略著重於降低系統成本和實現重大改善，在此情況下，醫療保健不失為優良的投資選項。

數位顛覆

儘管科技股的最大型股票多年收益表現亮麗，但我們的分析師認為某些重大主流仍然處於早期階段。Citi 已經特別確認出三種具有最大顛覆潛力的技術：人工智慧（AI）、機器人、區塊鏈。



近期崛起的人工智慧是由於不斷改進的傳感器和處理器的結合、數據建立爆炸性增長（「大數據」）以及綜合處理上述項目方法的突破。AI 驅動的顛覆技術下的兩項潛力類股：運輸及醫療保健。藉由 AI 實現的無人駕駛車輛可以減少事故和排放量，緩解交通擁堵，進而提高生產力。因此，擁有車輛的概念可能會出現自身的轉變。Citi 表示，「未來無人駕駛汽車市場的特色可能是個人會僱機器人計程車（RoboTaxis）代步（就像這些人今天使用 Uber 優步服務一樣），以及訂購無人駕駛汽車服務。」Alphabet 的 Waymo 公司於 2018 年 12 月宣布推出此類服務。Citi 預估僅在美國，類似此類的服務將具有高達 9000 億美元的市場；商業化預計將在 2019 年積極展開，並在 2020 的年代中快速成長。

AI 的疾病檢測、評估測試和處理保險索賠的能力可運用到醫療保健產業中。其優點難以估計：拯救生命及降低醫療保健成本。在這個議題下，光是美國的 2017 年醫療保健支出就達 3.5 兆美元（約佔 GDP 的 18%）。拜大數據的出現，Citi 認為不久之後 AI 可分析的資訊將遠超過任何人在一生中能獲得的資訊，以產生更準確，甚至可預測的診斷。

雖然機器人已經存在於許多產業中，但我們的分析師認為「機器人成長的潛力仍然很大」。例如，2017 年工業機器人的銷售額同比增長 31%，創下了新紀錄。隨著機器人逐漸獲得執行日益複雜的任務的能力，它們可能有助於提高生產力，改善生活品質，並解決人口老化造成的短缺問題。如同 AI 般，機器人有於改善醫療保健，最終可能有助於填補例如護士等醫療專業人員的短缺。Citi 預計，未來十年中，光是醫療保健產業中機器人技術的使用將成長 400%。

最後，區塊鏈可能因為與比特幣等加密貨幣有關而被拖累，但這只是該項技術的一種應用方式。區塊鏈的核心是分散式資料庫。區塊鏈解決了沒有中央管理員的用戶之間的信任問題。它還具有使「資料的記錄、存儲和處理變得更為簡單、簡化、便宜、準確，更值得信賴」等潛在特性。它已經在「驗證至關重要，但數據不會發生重大變化的情況下」進行測試 – 例如土地登記和交易結算。無疑地，付款是區塊鏈發揮可發揮的領域，但 Citi 提醒，這些優點「可能需要一段時間才能實現」。 • Christian Riera

大家可能不再擁有汽車、也不開車，也不會在途中停下來加油。

– Citi Private Bank 「2019 展望」

目的性投資



投資人一直在尋找衡量其資產價值的新方法。隨著社會問題（例如全球暖化）日益重要，許多消費者正在仔細檢視他們支持和投資的公司，確保他們不僅可提供利潤，更必須是一個有道德感的企業。這種「社會責任投資」的新標準產生了評量企業的三項原則：「環境、社會、治理」，簡稱 ESG。如圖 17 所示，這些原則提供了一個廣泛的框架，公司藉此評級可評估企業的社會責任。

有別於標準普爾和穆迪等傳統評級機構根據其財務數據對公司進行排名，但 ESG 評級機構則使用更為複雜的數據進行評估企業的複雜任務。雖然它仍然是一個還在發展中的學問，但是隨著企業越來越意識到這種衡量方式的改變，以及 ESG 的日益受到歡迎的狀況下，執行這些評估的機構也將隨之改變。例如，Sustainalytics 已成為 ESG 研究的全球領導者之一，如今已處理全球近 11,000 家公司。該機構使用三個主要指標進行評估，包括公司的：

1. 準備狀態：公司的管理和政策如何整合 ESG 議題。
2. 聲明：公司在處理 ESG 議題和達到國際標準等方面的透明度。
3. 績效：例如，涉及衡量公司碳排放的量化數據，以及公司管理 ESG 議題的定性評估。

ESG 的概念正在資本市場迅速蔓延。Citi Private Bank 2019 年展望納入了一項名為「目的性投資」（Investing with Purpose，簡稱 IwP）的投資策略。IwP 將 ESG 原則與 Citi 的投資理念結合，以符合您的價值觀與優質投資要求。這種以更大目標進行投資的概念表達出，所創造的整體福利的理財成功中包含了永續屬性的理念。

圖 17.

ESG PILLARS

環境	社會	治理
<p>率先支持降低企業碳足跡和減少浪費的理念。</p> <ul style="list-style-type: none"> 氣候變遷 為了農作而摧毀雨林帶 天然資源耗盡 永續能源 污染 	<p>這一項原則擴大了傳統的企業社會責任（CSR）計劃，旨在保護社會議題。</p> <ul style="list-style-type: none"> 安全性、多元性、包容性 人權 動物保護 消費者保護 	<p>深入了解公司的高階管理人員、其利益相關者的價值觀和責任。</p> <ul style="list-style-type: none"> 企業文化 管理階層、員工、股東間的關係 供應鏈管理 企業價值

資料來源：Citi Private Bank, Wikipedia.

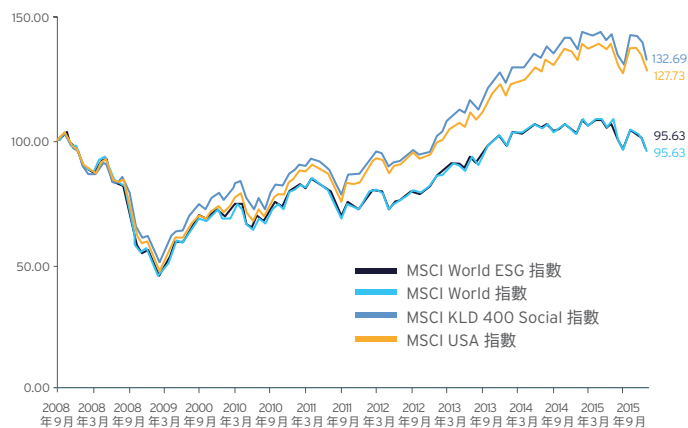
“將您的投資活動與個人價值觀及利益結合有助於您在尋求金融利潤之際同時兼顧大眾福祉。”

- Citi Private Bank 「2019 展望」

長久以來，ESG 指標被機構視為並非具有高投資回報率，而是更多的「感覺良好」的成就感。儘管如此，責任投資指數在金融危機前即已經開始追蹤其表現，並且與 MSCI 世界指數相比，他們更具有說服力。圖 18。

圖 18.

ESG 指數與世界指數的比較



資料來源：New York Life Investments

Citi 藉由投資於強調道德價值觀的公司來落實 ESG 理念。例如，Citi 藉由考慮所有半導體公司的供應鏈對半導體公司進行評定：從確保原始產品萃取是否符合公司的污染控制、員工多元化和安全性，以及高階管理人員所遵循的道德規範等。

知識小寶盒

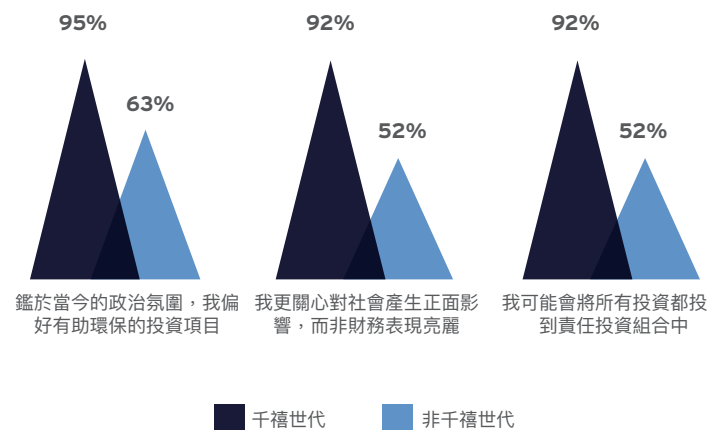
千禧世代（也稱為 Y 世代）是指在 80 年代初到 90 年代中期出生的人口群組。他們通常是嬰兒潮的子女，往往具有其特別的社會意識，並且抱持著強烈的地方和全球社區意識。儘管千禧世代的特徵因地區而異，但與老一代的人相較之下，他們通常更願意接受改變、支持社會進步的議題。

千禧代在未來的 ESG 投資中扮演重要的角色。有別於上一個世代，ESG 原則影響了千禧世代的消費、服務公司、生活地點等方式。尼爾森報告 (Nielsen report) 顯示，千禧代願意為永續性商品支付更多費用，也因此才會出現像 Whole Foods 這樣的公司的茁壯成長。

美國人口普查顯示，千禧世代將成為 2019 年全國最大的成年人口。雖然有些人認為千禧世代並不代表高收入（限制其對經濟的影響），但彭博社估計，在未來四十年中，千禧世代可以從父母繼承多達 40 萬億美元的財富，讓他們成為主要的投資決策者。在圖 19 中確認一項趨勢，即無論世代的原則為何，越來越多的投資人開始體悟到 ESG 是主要價值基礎。• Michael Larrea

圖 19.

千禧世代{MQ}責任投資偏好



資料來源：Nuveen's Third Annual Responsible Investing Survey, 2017

與作者見面



Grethel Alfonso

量化分析師

Johan Nacitas

量化分析師

Christian Riera, CFA

財富管理 工具經理人



Hector Rojas

Juan Luis Arana

固定收益分析師



Diego Higuera

Cesar Alonso

投資顧問 團隊主管



Felipe Restrepo

Nadiya Kadirova

Mariana Arbiza

Andres Uriarte

投資顧問



Matteo Sada, CFA

Francisco Pastor

David Yepez

Michael Larrea

投資顧問

專門用語

大宗商品

WTI 原油：西德克薩斯中質原油（WTI）又稱為德州輕甜原油；大部分位於二疊紀油田。這是一種用作石油定價基準的原油，也用作紐約商品交易所石油期貨合約的標的商品。

布蘭特原油：用來為世界上三分之二的國際原油供應提供價格。布蘭特原油是來自北海 15 個不同油田的原油組合。這類原油比 WTI「更輕更甜」，但仍然很適合用來生產汽油。此原油主要在歐洲西北部提煉，是歐洲或非洲其他原油的主要基準。

LME: 倫敦金屬交易所

貨幣

貨幣縮寫名：AUD：澳幣；GBP：英鎊；EUR：歐元；CHF：瑞士法郎；JPY：日圓；BRL：巴西雷亞爾；MXN：墨西哥披索；CNY：中國人民幣；INR：印度盧比；USD：美元

指數

摩根史丹利全球指數（MSCI AC World）：摩根史丹利全球指數（MSCI All Country World index）是一種市值加權指數，旨在為全球股市表現提供廣泛的衡量標準。

標準普爾 500 股價指數（S&P 500）：500 檔廣泛持有的普通股指數，以衡量市場的一般表現。

歐洲斯托克 600 指數（Euro Stoxx 600）：道瓊斯斯托克 600 指數（Dow Jones STOXX 600）代表了歐洲地區 18 個國家的大中小型資本公司。自由流通量市值有 20% 權重上限的限制。

倫敦金融時報 100 指數（FTSE 100）：這是在倫敦證交所（London Stock Exchange）上市的 100 家市值最高英國公司的共同指數。

東證股價指數（TOPIX）：東證股價指數是日本東京證券交易所（TSE）的重要股票市場指數，主要追蹤該交易所第一類股所有國內公司股價。此指數是由東京證交所計算和發佈。

摩根史丹利新興市場指數（MSCI EM）：摩根史丹利新興市場指數（MSCI Emerging Markets Index）是一個自由流通量的市值指數，旨在衡量全球新興市場的股市表現。MSCI 新興市場指數包括以下 25 個新興市場國家指數：阿根廷、巴西、智利、中國、哥倫比亞、捷克共和國、埃及、匈牙利、印度、印尼、以色列、約旦、韓國、馬來西亞、墨西哥、摩洛哥、巴基斯坦、秘魯、菲律賓、波蘭、俄羅斯、南非、台灣、泰國和土耳其。

摩根史丹利中國指數（MXCN）：摩根史丹利中國指數（MXCN）涵蓋中國 H 股、B 股、紅籌股、民企股和海外上市公司（如 ADR）等中大型股代表公司。該指數有 150 個成份股，涵蓋了中國股票市場的 85%

孟買敏感指數（Sensex）：這是一個價值加權指數，由印度 30 個最大規模和交易最活躍的股票組成，代表不同產業的股票在孟買證券交易所交易。

巴西聖保羅指數（BOVESPA）：巴西保羅指數（Bovespa Index）是在巴西聖保羅證交所、巴西商品期貨交易所交易的約 50 支股票的指數。

墨西哥指數（Bolsa）：IPC 指數是墨西哥平衡加權選擇股票，代表了整個經濟市場不同產業在交易所上市的全部股票。權重是由市值決定。

固定收益

投資級債券：如果債券信用等級被標準普爾（Standard & Poor's）評為 BBB- 或高，或被穆迪（Moody's）評為 Baa3 或更高，這類債券即被視為是投資級（或稱為 IG）。惠譽（Fitch）的評級必須是 BBB- 或更高，才能被視為投資級。一般來說，這些債券很可能履行應盡支付義務時，就會由評級機構加以評定。

高收益債券：高收益債券是高回報債券，其信用評級低於投資級債券。這類債券的違約風險較高，因此收益率高於投資級債券。根據標準普爾及穆迪兩家主要信用評級機構的標準，標準普爾給予高收益債券的評級為“BBB”以下，穆迪則給予“Baa”以下。信用評級可以低至“D”（目前為違約），大多數“C”或更低評級的債券都有很高的違約風險；為了彌補其高風險，收益率通常會非常高。

收益率：收益是投資的收入回報，例如持有某一特定證券所獲得的利息或股息。收益通常是按年度百分比來表示，並且根據投資成本、當前市價或票面價值計算。

專門用語

殖利曲線：這是通過繪製相同品質的所有債券收益率來說明利率期限結構的圖表，期限從最短到最長。

新興市場債券：新興市場債券是由發展中經濟體和這些國家企業所發行的債券。債券是由發展中國家和企業發行，這些國家位於亞洲、拉丁美洲、東歐、非洲和中東。新興市場債券通常提供更高回報，但風險往往比國債和國內公司債相關的債券更高。投資新興市場債券的風險包括伴隨所有債務問題的標準風險，如發行方的經濟或財務績效變數，以及發行方履行支付義務的能力。由於發展中國家的政治和經濟可能會波動，這些風險更為升高。儘管新興國家（整體來說）對於限制國家風險已有很大的進步，但不可否認地，這些國家發生社會經濟不穩定的機會比發達國家要大得多，特別是與美國比。投資分析師評估每個新興國家相關的風險時，往往會參考該國的主權風險。新興市場也會造成其他跨境風險，包括匯率波動和貨幣貶值。如果債券是以當地貨幣發行，那麼美元對該貨幣的匯率就會對您的收益產生正面或負面的影響。如果不希望涉入匯率風險，您可考慮投資以美元計價的債券，或者只以美元發行的債券。

風險溢酬：是你獲得的回報高於無風險投資的回報。換句話說，這是投資者承擔更高風險所得的額外回報。

利差：利差是衡量國庫債券收益率與類似期限的企業債券（但信貸質量較差）收益率之間的差額。

到期日：可以向發行商出示證券並獲得面值款項的日期。

基點 (bps)：一個基點等於 1% 的百分之一，也就是 130 個基點等於 1.30%。基點常用來表示百分比變化。

信用質量和評級定義

標準普爾 (Standard & Poor's)：

投資級：AAA 級債務人有極強大的能力履行其財務承諾；AA 級債務人有很強大的能力履行其財務承諾。此層級只與最高評級債務人稍差一點；債務人有強大的能力來履行其財務承諾，但在環境和經濟條件變化（債務人在更級別類）下，更容易受到不利影響；BBB 級債務人有足夠的能力履行其財務承諾，但不利的經濟形勢或不斷變化的環境，更有可能使履行財務承諾的能力減弱。

非投資級：與其他較低級別的債務人相比，BB 級債務人在短期內較無脆弱性。但此級別會面臨著重大且持續的不確定性，以及受到不利業務、金融或經濟條件的影響，會造成債務人沒有足夠能力履行財務承諾；B 級債務人比 BB 級債務人更易受到負面影響，但此級別目前有能力履行其財務承諾。不利的業務、財務或經濟狀況可能影響其履行其財務承諾的能力或意願；CCC 級債務人目前屬脆弱，此級別需依賴有利的商業、金融和經濟條件才能履行其財務承諾；CC 級債務人目前非常脆弱；R 級債務人會因其財務狀況而受到監管。在監管監督期間，監管機構可能有權力支持一類債務而非另一類，或支付一些債務而不支付其他債務；SD 級和 D 級債務人在到期時未能支付一項或更多的財政債務。當標準普爾認為違約將成為常態，且債務人無法支付到期的全部或大部份債務時，標準普爾會給予 D 級。當標準普爾認為債務人有選擇性地對特定發行債務或類別違約，但卻會繼續履行對其他發行的債務或類別的支付義務時，標準普爾會給予 SD 評級。正 (+) 或負 (-)：AA 級到 CCC 級可以使用正負號來調整，顯示在主要評級類別中的相對等級。

穆迪 (Moody's)：

投資級：Aaa 級債務被認為是信用品質最高，信用風險最低；Aa 債務被認為是信用品質高，並且受到違約風險影響很低；A 債務被視為是中上級信用，並且受到信用風險影響為低；Baa 債務會受到中等信用風險影響，這類債務被視為是中級信用，因此可能帶有些許投機性質。

非投資級：Ba 級債務被認為有投機因素，並會受到很大信用風險的影響；B 級債務被視為有投機性，並會受到高度信用風險的影響；Caa 級債務被認為是信用欠佳，且會受到很高信用風險的影響；Ca 級債務有很高的投機性，且很可能已在或非常接近違約的情況，但有可能取回本金和利息的機會；C 級債務是債券的最低等級，通常是指已經違約，取回本金和利息的機會渺茫；WR 級為撤銷評級。穆迪在 Aa 級至 Caa 級的每個通用評級分類，附加有數字修正符號 1、2 和 3。修正符號 1 表示債務評級在所屬同類評級中排位較高者；修正符號 2 表示排位中等者；修正符號 3 表示在所屬同類評級中排位較低者。當穆迪在觀察評級時，彭博社會使用 *+ 表示可能升級，*- 表示可能降級，以及 * 表示發展中。

惠譽 (Fitch)：

投資級：AAA–評級表示預期信用風險最低。按時付款財務承諾的能力特別強時會給予這個評級。AA–評級表示信用品質非常高，預期信用風險非常低。此評級表示按時付款財務承諾的能力非常強；這種能力不會受到可預期事件的明顯影響。A–評級表示信用品質高，預期信用風險低。按時付款財務承諾的能力被視為不錯；但是，與較高評級相比，此能力可能更易受到情勢或經濟條件變化的影響。BBB 表示信用品質良好。BBB 評級表示目前預期信用風險低。此評級被視為有足夠能力履行按時付款的財務承諾，但情勢和經濟條件發生不利變化時很可能會損及這種能力。

非投資級：BB 評級表示屬於投機的信用品質。BB 評級表示信用風險可能正在形成，特別受到經濟環境長期發生不利變化的影響。但是，可能會有業務或財務替代選項能履行財務承諾。B 評級表示屬於高度投機的信用品質。B 評級表示存在明顯信用風險，但仍然具備有限度的安全性。此評級目前可履行財政承諾；但是，持續支付的能力則取決於是否會繼續維持有利的商業和經濟環境。CCC、CC、C 評級表示違約風險高。履行財政承諾的能力完全取決於是否會繼續維持有利的商業和經濟環境。CC 評級表示可能出現某類違約情形。C 評級表示近期會發生違約情形。根據惠譽評級 (Fitch ratings) 看法，D 評級表示發行機構已進入破產申請、破產管理、接受、破產清算或其他正式的清盤程序，或已停止營業。

披露

本通訊旨在提供給 International Personal Bank U.S. (簡稱 IPB U.S.) 的客戶。提供；該銀行為 Citigroup Inc. (簡稱「Citigroup」) 所屬部門。Citigroup 是由美國的 Citigold® Private Client (「CPC」)、Citigold® International (「CI」) 和 International Personal Banking (「IPB」) 組成。IPB U.S. 藉由 Citigroup、其銀行和全球非銀行分支機構 (統稱「Citi」) 向客戶提供的各種產品和服務。在美國，銀行產品和服務是由 Citibank, N.A. Securities 提供，證券和經紀產品和服務是透過以下提供：

- Citi International Financial Services, LLC (「CIFS」)；此機構屬於 FINRA 和 SIPC 會員，且是在美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission) 註冊的經紀自營商，專為非美國的公民、國籍、居民或非美國實體提供經紀產品和服務；或是
- Citi Personal Investments International，屬於 Citigroup Inc. 的一項業務，透過 Citigroup Global Markets Inc. (CGMI) 提供證券服務；屬於 FINRA 和 SIPC 會員，且是在美國證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission) 註冊的投資顧問及經紀自營商。

經紀帳戶是由 Pershing LLC 持有；該機構屬於 FINRA、NYSE 和 SIPC 成員。CIFS、CGMI 和 Citibank, N.A. 隸屬於 Citigroup Inc. 共同控制的附屬公司。產品和服務並非都由全部附屬公司提供，或並非所有地點都提供。

Citi Private Bank (「CPB」) 是 Citigroup, Inc. (簡稱「Citigroup」) 的事業體，該機構為其客戶提供各種各類的產品和服務，包含 Citigroup、所屬銀行及所屬全球非銀行機構 (統稱「Citi」) 的產品和服務。所有產品和服務並非都由所有附屬公司提供，或並非在所有據點皆提供。

本文件中提及的產品和服務不適用於居住在歐盟，歐洲經濟區，瑞士，根西島和澤西島的個人。我們將最終決定您是否適合購買特定產品和服務。本文件並非、也不得被解釋為要求這些個人購買或向其出售本文提及的任何產品和服務的要約、邀請或招攬。

交易可於您所在國家 / 地區以外執行，且無需您所在國家 / 地區的任何 Citigroup 或 Citibank 子公司、分公司或附屬公司參與。有些產品可能未向您所在國家的金融監管機構註冊，也未受到您在國家法律和法規的管理或保護。Citigroup 及其附屬公司提供的產品和服務，均須遵守其註冊和提供這些產品和服務所在地的相關地方法律和法規。並非所有帳戶、產品和服務以及定價都適用於所有司法管轄區或所有客戶。您的國籍、所在地或住宅所屬或所在國家可能有既定的法律、法規和規章，這些都會管理或影響您的申請和使用我們帳戶、產品和服務的狀態，包括有關稅收、交換和/或資本管制的法律和法規。如果 Citi 受到任何司法管轄範圍內的任何立法或監管禁止或限制而不得對您提供，則本通訊文件將不適用於您。在閱讀之前，您自己應先清楚花旗在相關法律和法規允許下才可向您提供本通訊文件。

本通訊文件所陳述的數據和資訊可能相當複雜。

本文所含的數據和資訊無意或並未針對本文所提的策略、概念、產業、公司、市場或指數提供詳盡討論。因此，收到這份通訊文件的人在作出投資決策之前，應根據自己的具體情況，向其稅收、金融、法律和其他方面的顧問取得有關任何交易的風險和優點的建議；且應該根據自己的目標、經驗、風險預測和資源，並考慮本文提供的數據和資訊以外的其他相關因素來作出這類決定。Citi 並非要擔任投資或其他類型顧問、信託或代理，這份通訊文件不是要提供稅收或法律建議。

雖然本文所含數據和資訊是從 Citi 認為可靠的來源取得，但其準確性和完整性無法保證，且這些資訊可能並不完整或扼要。本通訊文件所含任何假設或資訊所做判斷僅對本文件日期或任何指定日期當時有效；這些假設或資訊可能會因情況而有變化，不會另行通知（花旗沒有義務更新、修改或修改本報告和資訊）。由於本通訊文件可能包含歷史和未來資訊，過去的表現既不能保證也不符合未來的結果；由於各種經濟、市場和其他因素，未來的結果可能無法達到預期。此外，任何潛在風險或回報的預測僅供說明目的，不應被視為是可能的最高損失或收益的上下限。本文提供的任何價格、價值或估計（但確認為歷史資料者除外）均僅供參考；這些資料可能因情況而有變化且不另行通知，同時不代表是公司的任何價格或規模的報價，也不反映 Citi 可能在其盤存中指定的股票價值。前瞻性資訊並不表示 Citi 準備進行的交易水平，也可能未考慮所有相關假設和未來狀況。實際情況可能與估計有很大差異，這對投資商品的價值可能會有不利的影響。

本文件通訊是供資訊和討論之用，應收取人索取才會提供。除非另有指示，(i) 本文件不構成提議或建議：購買或出售任何證券、金融商品或其他產品或服務，或吸引任何資金或存款，以及 (ii) 不構成招攬或邀請，以及 (iii) 目的不在提供任何交易的正式確認。除非另有明確說明，本通訊文件不會考慮任何特定個人的投資組合和要素（即投資目標、風險承受力、財務狀況以及其他因素），因此並非所有投資者皆適用本文件提及的投資。Citi 並非要擔任投資或其他類型顧問、信託或代理。本文所含資訊無意針對本文所提的策略或概念或稅金或法律諮詢提供詳盡討論。本通訊文件的收件人在作出投資決策之前，應根據自己的具體情況，向其稅收、金融、法律和其他方面的顧問取得有關任何交易的風險和優點的建議；且應該根據自己的目標、經驗、風險預測和資源來做出此類投資決策。

披露

本文所含任何預測都在反映 Citigroup 實體發佈的研究結果。本文預測僅供討論目的，並不能保證未來的績效，且各種經濟、市場和其他因素可能導致結果與任何預測有很大的差異。實際成果可能與本文提供的預測率不同。收件人在作出投資決策之前，應根據其具體情況，向其稅收、金融、法律和其他方面的顧問取得有關任何交易的風險和優點的建議。

參與準備本通訊文件的 Citi 人員並非研究分析員，且本通訊文件所含資訊目的無意構成「研究」或「研究報告」，該類名詞有相關的法規來定義。參與準備本通訊文件的 Citi 人員未獲得 FINRA 或其他美國監管機構研究分析師的執照或資格；因此，可能不受制於 FINRA 關於下列事項（不僅限於此）的限制：研究分析師與所研究公司的溝通、研究分析師的公開露面以及對研究分析師帳戶所持證券的交易。除非另有說明，任何研究報告或研究建議的參考資料都無意代表整個報告，也無意被視為是推薦或研究報告。

由於本通訊文件可能包含歷史和未來資訊，過去的表現既不能保證也不符合未來的結果；由於各種經濟、市場和其他因素，未來的結果可能無法達到預期。此外，任何潛在風險或回報的預測僅供說明目的，不應被視為是可能的最高損失或收益的上下限。本通訊文件提供的任何價格、預測、價值或估計（但確認為歷史資料者除外）均僅供參考；這些資料可能因情況而有變化且不另行通知，同時不代表是公司的任何價格或規模的報價，也不反映 Citi 可能在其盤存中指定的股票價值。未來性資訊並不表示 Citi 準備進行的交易水平，也可能未考慮所有相關假設和未來狀況。實際情況可能與估計有很大差異，這對投資工具的價值可能會有不利的影響。

本文所表達的觀點、意見和預估可能與其他 Citi 事業部或附屬機構的看法不同，且目的不在預測未來事件、保證未來成果或提供投資建議；這些觀點、意見和預估可能因市場及其他條件有所變動，不會另行通知。Citi 沒有義務更新本文，並且不承擔任何因使用本文所含或所獲得資訊而產生的任何損失（無論是直接、間接或衍生性影響）責任。

任何金融商品或其他產品的投資皆有相當大的風險，包括可能會損失投資的本金。以外幣計價的金融商品或其他產品會受到匯率波動的影響，可能會對這類產品的投資價格或價值產生不利影響。本通訊文件並未意圖確認可能與進行任何交易有關的所有風險或實際考慮因素。Citi 不承擔任何因使用本通訊文件所含或所衍生資訊而產生的任何損失（無論是直接、間接或衍生性影響）責任。本通訊文件提供的任何價格、價值或估計（但確認為歷史資料者除外）均僅供參考；這些資料可能因情況而有變化且不另行通知，同時不代表是公司的任何價格或規模的報價，也不反映 Citi 可能在其盤存中指定的股票價值。如果您有興趣購買或出售本通訊文件中提及的任何金融商品或其他產品，或尋求交易策略，您應該直接與您的財務專家聯絡。

零售投資產品 (i) 不受任何政府機構的擔保；(ii) 不是存款機構的存款或者其他債務，或有這類機構的保證；(iii) 會有投資風險，包括可能損投資本金。在進行這些交易以前，您應該：(i) 確保您已從獨立可靠來源獲得和考慮相關資訊，其中包含有關市場的金融、經濟和政治環境；(ii) 確定您具備財務、商業和投資方面的專業知識、深厚基礎和經驗，以便能夠評估所涉及的風險，並且能夠承受這樣的財務風險；(iii) 在考慮了上述觀點後，確定資本市場交易適合您的財務、稅務、商業和投資目標。

其他另類投資（例如對沖基金、私募基金）可能流動性極低、過於投機，並非所有投資者都適合操作。另類投資適合經驗豐富、具備深厚基礎的投資者；這些人通常願意承擔與此類投資相關的高經濟風險。投資人在投資前應仔細斟酌並考慮潛在風險。這些風險部份可能包含，由於槓桿操作、賣空或其他投機行為而造成的全部或大部分投資損失；資金缺乏流動性可能沒有二級市場，且沒有預期這類市場的形成；投資回報波動性；轉讓資金利息的限制；若只使用單一顧問，由於交易權限過於集中，投資可能缺乏多樣性，而導致更高風險；缺少關於估價和定價的資訊；複雜的稅收結構和稅收報告延遲；與共同基金相比，較沒有監控且費用較高；以及管理風險。

通常影響大宗商品的因素（由工業金屬如鎳或銅期貨合約組成的指數）可能會受到一些工業金屬特定的額外因素影響，這些因素可能會導致價格波動；其中包括使用工業金屬的工業活動方面的變化（包括人造或合成替代品類的替代物取得）；供應鏈的中斷，從採礦到儲存，再到熔煉或精煉；調整庫存；生產成本的變化，包括儲存、勞動力和能源成本；與監管合規相關的成本，包括環境法規；產業、政府和消費需求的變化，包含本國及國際上的個人消費。包括穀物在內的農產品期貨合約指數成份，可能會受到多項可能導致價格波動的農產品額外因素的影響。這些因素包括天氣條件，如洪水、乾旱和嚴寒氣候；政府政策的變化；種植的決定；以及農產品的需求變化，包括實際使用者及對各種行業的投入。

披露

Citi 經常擔任金融商品和其他產品的發行商、擔任市場證券商，並以委託商身份交易許多不同的金融商品和其他產品，故可能被期望或尋求為這類金融商品和其他產品的發行商執行投資銀行業務及其他服務。本通訊文件作者可能與 Citi 內外部其他人討論了其中所含資訊，作者和/或 Citi 這類人員可能已經根據這類資訊採取行動（其中包含為 Citi 專屬帳戶交易的資訊，或向 Citi 其他客戶溝通本文所含的資訊）。Citi、Citi 人員（包括作者在準備本通訊文件時可能諮詢的對象）以及 Citi 其他客戶可能買進或賣出本通訊文件所提供的金融商品或其他產品本、可能以市場上無法取得的價格或情況獲得這類倉位，以及持有的利益可能與您的不同或不利。

Citi 及其任何附屬公司均不對任何投資產品的稅務處理承擔責任，無論該筆投資是由 Citi 附屬管理的信託或公司購買與否。Citi 認為投資人（及其受益所有人，若適用）在做任何投資承諾之前，皆已採取投資人 / 受益所有人認為有必要的任何稅收、法律或其他建議，且已針對因 Citi 提供任何投資產品所產生的收入或收益安排依法應繳納的稅金。

本文是專門且特別為預定的收件人所提供，故可能含有 Citi 專屬資訊；在未經 Citi 事先同意前皆不得複製或傳閱這些全部或部分資訊。在某些國家中針對流通和分發方式可能有法律或法規的限制。持有本文件的人必須自行了解且遵守這些限制。Citi 不承擔此方面的第三方任何責任。任何未經授權使用、複製或披露本文件都屬法律禁止，且可能會導致法律訴訟。

Citi 及其附屬機構可能會以本文內商品有關的多項身份行事。Citi 和各附屬機構以任何身份採取行動時，只有在相關身份範圍內承擔由這類實體所同意的職責和責任，且不會因為該項身份或任何以該身份而行動的附屬機構而被視為具有其他職責或責任，或被視為應該具有謹慎標準，除非每種該類身份已經明確規定者除外。

投資組合多樣化是投資者在做出投資決策時要考慮的一個重要因素。集中的倉位可能比多樣化的投資組合帶來更大的風險。有許多因素會影響投資組合是否足夠多樣化。有些因素在審查 Citi 帳戶內資產時可能不明顯。因此您務必要仔細檢查自己的全部投資組合，以確保符合您的投資目標，並且在您的風險承受範圍內（包括您的投資多樣化目標）。若要討論資產配置和潛在策略，以減少風險和/或集中倉位的波動，請聯絡您的 Citi 財務專業人員。

Citigroup Global Markets Inc. Citi Research 是 Citigroup Global Markets Inc. 的部門。Citi Research 著重為全球客戶提供關於公司、部門、經濟和地區方面的深入見解和分析。此部門包括股票和固定收益研究、經濟和市場分析以及特定產品的分析。

投資及保險產品：無 FDIC 保險 • 非銀行存款 • 無任何聯邦政府機構保險 • 無銀行擔保 • 可能喪失價值



© 2019 Citigroup Inc.

Citi、Citi 及弧形設計和本文所用的其他標記是 Citigroup Inc. 或其附屬公司在全球各地使用和註冊的服務標記。

